

Chapitre 1

LA SITUATION ECONOMIQUE ET
FINANCIERE

1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10

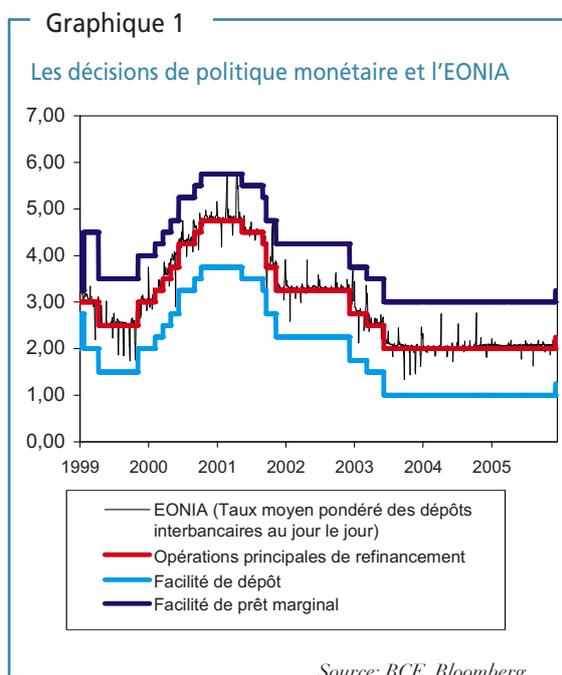
1.1	La situation économique dans la zone euro	14
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	14
1.1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	15
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.1.4	Les marchés boursiers	17
1.1.5	Le taux de change de l'euro	18
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	19
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.1.8	Le commerce extérieur	23
1.1.9	La balance des paiements	24
1.1.9.1	Le compte des transactions courantes	24
1.1.9.2	Le compte financier	25
1.2	La situation économique au Luxembourg	26
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
1.2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	26
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	34
1.2.2	La comptabilité nationale	35
1.2.3	L'industrie	36
1.2.4	La construction	37
1.2.5	Le commerce et les autres secteurs	38
1.2.6	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	38
1.2.7	Le marché du travail	39
1.2.7.1	L'emploi	39
1.2.7.2	Le chômage	41
1.2.7.3	Les coûts salariaux	45

1.2.8	Le secteur financier	46
1.2.8.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	46
1.2.8.2	Les établissements de crédit	47
1.2.8.3	Les organismes de placement collectif	61
1.2.9	Le commerce extérieur	63
1.2.10	La balance des paiements courants	64
1.2.10.1	Le compte courant	64
1.2.10.2	Le compte financier	65
1.2.11	Les projections macro-économiques	72
1.2.12	Les finances publiques	76

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Lors de la réunion du premier décembre 2005, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé de relever les taux directeurs de 25 points de base, après les avoir maintenus à des niveaux historiquement bas pendant deux ans et demi. Par conséquent, le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement s'établit désormais à 2,25%; les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent à 1,25% et 3,25% respectivement.



Note: Pour les opérations principales de refinancement, il s'agit du taux fixe jusqu'au 28 juin 2000 et du taux de soumission minimal à partir de cette date.

La décision du Conseil des gouverneurs a été justifiée par la volonté d'ajuster l'orientation accommodante de la politique monétaire tout en tenant compte des risques qui pèsent sur la stabilité des prix. La hausse des taux directeurs doit permettre également de maintenir solidement l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et à long termes dans la zone euro à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

En dépit de l'effet adverse que la hausse prononcée des cours du pétrole a exercé sur la croissance au cours des derniers trimestres, l'économie de la zone euro a affiché une grande résistance à ce choc. D'après la première estimation d'Eurostat, le PIB en volume a progressé de

0,6% en rythme trimestriel au troisième trimestre de l'année en cours, après une hausse de 0,4% au trimestre précédent et 0,3% au premier trimestre. La croissance devrait être soutenue par les bons résultats des entreprises, par la demande mondiale orientée à la hausse ainsi que par l'investissement qui continue de bénéficier des conditions de financement très favorables; la consommation devrait également se redresser progressivement. Selon les projections de décembre 2005 établies par les experts de l'Eurosystème, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait s'établir à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 1,2% à 1,6% pour l'année en cours, et entre 1,4% et 2,4% en 2006 et en 2007.

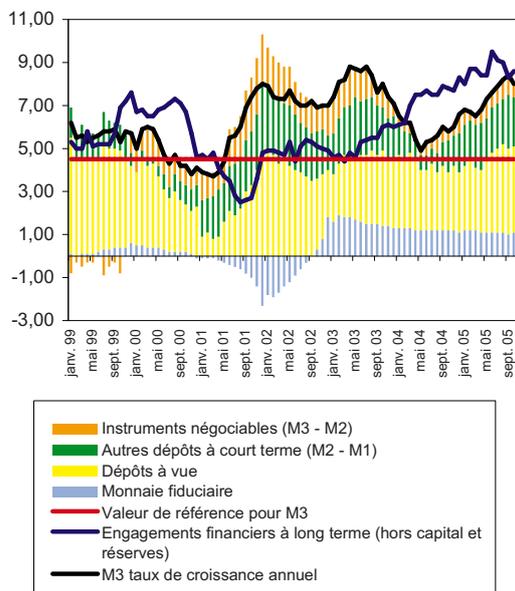
Quant à l'évolution des prix, les hausses - surtout des prix de l'énergie - ont fait monter l'inflation globale à des niveaux nettement supérieurs à 2%. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression annuelle de l'IPCH s'est inscrite à 2,4% en novembre 2005, comparé à 2,6% et 2,5% lors des deux mois précédents. Il est cependant important d'établir une distinction entre les éléments éphémères et donc de court terme et les facteurs à caractère plus durable. Dans ce contexte, la hausse des prix pétroliers qui s'était répercutée sur l'inflation globale fut liée aux contraintes de capacité particulières qui avaient affecté les raffineries suite aux ouragans aux Etats-Unis. S'agissant des projections d'inflation, la hausse moyenne de l'IPCH devrait se situer entre 2,1% et 2,3% en 2005, entre 1,6% et 2,6% pour l'année prochaine et entre 1,4% et 2,6% en 2007.

Pour ce qui est de l'analyse monétaire, la forte progression de l'agrégat large M3 observée depuis mi-2004 s'est intensifiée au cours des derniers mois, avant de fléchir légèrement en octobre; alors qu'au premier semestre 2005 la progression annuelle de M3 était de 7,0% en moyenne - demeurant largement supérieure au niveau de liquidité nécessaire au financement d'une croissance non inflationniste - elle avait atteint 8,2% au troisième trimestre pour s'établir à 8,0% en octobre.

Si le faible coût d'opportunité de la détention d'actifs monétaires liquides qui découle du bas niveau des taux d'intérêt continue d'exercer un effet stimulant sur la progression de M3, notamment par les composantes les plus liquides de M3 dont surtout les dépôts à court terme, on constate que le processus de réaménagement de portefeuille qui antérieurement avait freiné la croissance monétaire s'est ralenti depuis quelque temps. En effet, la croissance annuelle des titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans (inclus dans les «instruments négociables (M3 - M2)») s'est accentuée récemment.

Graphique 2

M3, ses composantes et les engagements financiers à long terme



Les taux d'intérêt historiquement bas ont également alimenté la croissance des prêts au secteur privé; leur taux de croissance a atteint 8,6% en septembre et 8,8% en octobre. L'évolution des prêts immobiliers fut particulièrement dynamique et le taux de croissance annuelle des prêts au logement s'est établi à 10,8% en octobre.

1.1.2 Les taux d'intérêt appliqués par les IFM

A l'instar du premier semestre de l'année en cours, le troisième trimestre se caractérise par la tendance baissière des taux d'intérêt offerts par les banques de la zone euro à leur clientèle domestique.

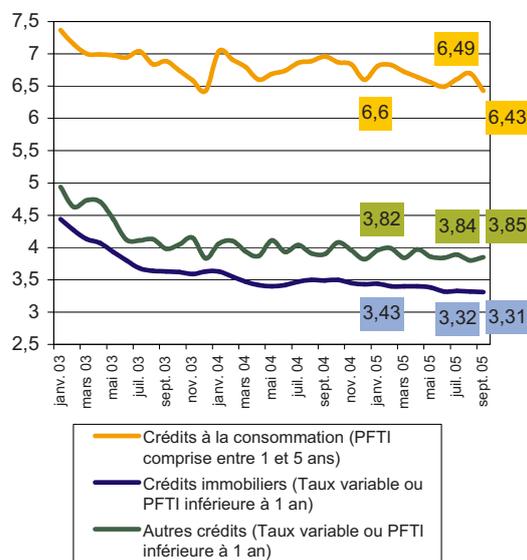
Le coût des crédits immobiliers, à taux variable ou dont la période de fixation du taux d'intérêt (PFTI) est inférieure ou égale à un an, est resté pratiquement inchangé entre juin 2005 (3,32%) et septembre 2005 (3,31%). Sur un an, les crédits immobiliers ont toutefois vu leur coût diminuer de 18 points de base. Notons également que l'octroi de crédits immobiliers à taux variable n'est pas uniformément réparti dans la zone euro. Ainsi, dans certains pays les banques proposent traditionnellement des contrats dont le taux d'intérêt est fixé pour la durée totale du crédit, tandis que dans d'autres ce sont plutôt les taux d'intérêt variables qui servent de référence.

Le coût des crédits autres qu'immobiliers avec une PFTI inférieure ou égale à un an connaît une évolution comparable à celle des crédits immobiliers, puisque, bien qu'en baisse de cinq points de base entre septembre 2004 (3,90%) et septembre 2005 (3,85%), il affiche une relative stabilité entre juin (3,84%) et septembre 2005 (3,85%). Contrairement aux crédits immobiliers, c'est dans l'utilisation des fonds empruntés qu'une différenciation va se faire entre pays membres de la zone euro.

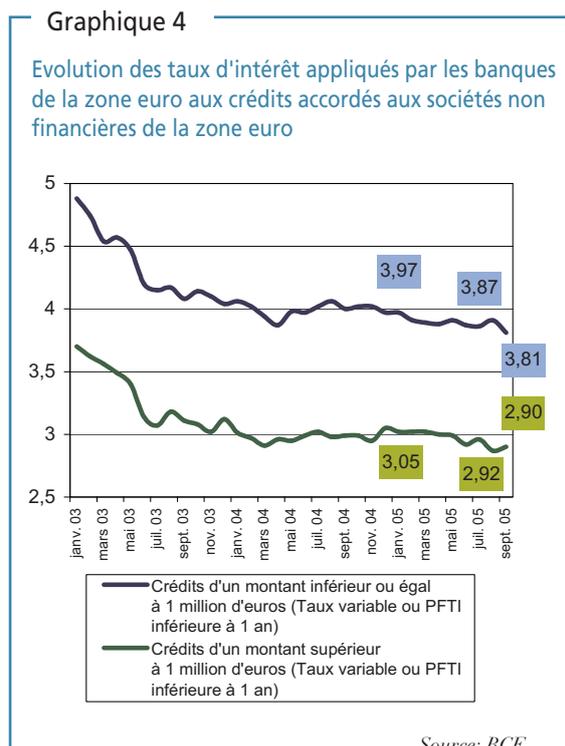
Le coût des crédits à la consommation, avec une PFTI comprise entre un et cinq ans, affiche une forte baisse de 53 points de base, passant de 6,96% à 6,43% entre septembre 2004 et septembre 2005, intervenue au cours du premier semestre de l'année 2005, de sorte que la baisse se limite à neuf points de base entre juin et septembre 2005.

Graphique 3

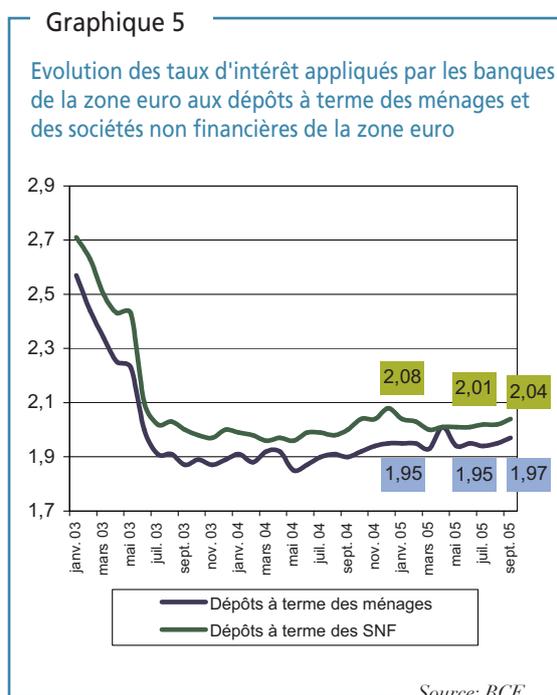
Evolution des taux d'intérêt appliqués par les banques de la zone euro aux crédits accordés aux ménages de la zone euro



Le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), dont la PFTI est inférieure ou égale à un an, affiche des baisses respectives de six et deux points de base pour les tranches inférieures et supérieures à un million d'euros entre juin 2005 (respectivement 3,87% et 2,92%) et septembre 2005 (respectivement 3,81% et 2,90%).



Sur le plan des taux créditeurs, la rémunération des dépôts à terme des ménages de la zone euro a progressé de deux points de base entre juin (1,95%) et septembre 2005 (1,97%), tandis que celle des sociétés non-financières s'est accrue de trois points de base sur la même période en passant de 2,01% à 2,04%. On notera toutefois que sur un, l'écart de rémunération entre les dépôts des ménages et ceux des sociétés non-financières s'est réduit, passant de 10 points de base à sept points de base.

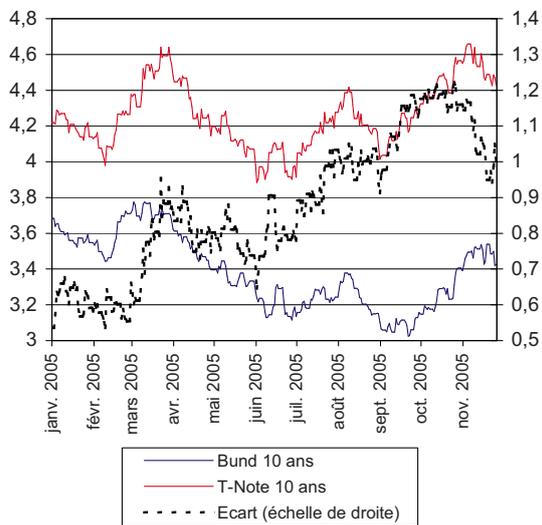


1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme

Entre début septembre et le 25 novembre 2005, les rendements obligataires à long terme se sont largement redressés suite à un regain d'optimisme des opérateurs de marché concernant les perspectives de croissance, alors que la publication de données relatives à l'inflation a fait apparaître des taux élevés. A la date du 25 novembre 2005, le rendement du Bund à 10 ans s'est inscrit à 3,427%, soit 36,2 points de base au-dessus du niveau enregistré en début septembre. Aux Etats-Unis, les rendements des titres publics à long terme ont atteint leur sommet de l'année, pour se replier légèrement et s'établir à 4,427% en fin de période, soit une augmentation de 39,6 points de base par rapport au début de la période sous revue.

Graphique 6

Les rendements des titres publics à long terme



Source: Bloomberg

En septembre, les rendements des obligations à long terme de la zone euro n'ont que légèrement augmenté, tandis que les rendements des emprunts publics aux Etats-Unis ont fortement progressé. La progression des rendements américains fut particulièrement prononcée en début de période suite à l'atténuation des inquiétudes des opérateurs de marché concernant l'impact de l'ouragan Katrina sur la capacité productive du pays et sur les perspectives de croissance; les opérateurs de marché semblaient alors juger que l'incidence économique de l'ouragan ne serait que temporaire et que le resserrement monétaire se poursuivrait comme cela avait été prévu avant l'ouragan. Dans la zone euro par contre, les perspectives de croissance n'avaient guère changé sur base des publications de données économiques contrastées, ce qui s'est répercuté sur les rendements obligataires qui ont été nettement plus stables tout en atteignant un creux historique de 3,024%. En raison de ces développements, l'écart entre les rendements des titres publics américains et de la zone euro avait fortement augmenté au mois de septembre.

Vers la fin septembre, les rendements des titres publics à long terme de la zone euro ont entamé une période de hausse prolongée en raison de la montée des tensions inflationnistes. En même temps, la hausse des rendements obligataires au cours du mois d'octobre a reflété les augmentations des rendements réels, ce qui témoigne d'un regain d'optimisme des opérateurs de marché quant aux perspectives de croissance au sein

de la zone euro. Pour des raisons analogues, les rendements obligataires américains ont quasiment évolué en parallèle avec les rendements de la zone euro, ce qui implique que l'écart entre les rendements des deux côtés de l'Atlantique est resté pratiquement inchangé.

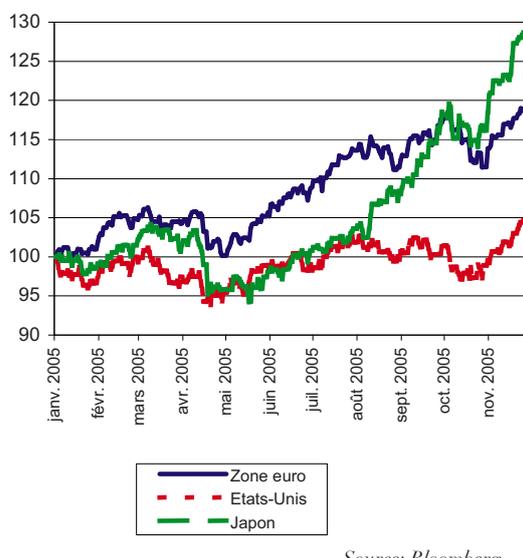
Au cours du mois de novembre, l'écart entre les rendements obligataires de la zone euro et ceux des Etats-Unis a reculé; ces développements sont imputables aux anticipations des opérateurs de marché concernant une baisse du différentiel entre les taux directeurs aux Etats-Unis et dans la zone euro. Alors que début novembre les rendements obligataires américains avaient atteint leur sommet de l'année, ils se sont par la suite inscrits en baisse en raison de l'atténuation des craintes inflationnistes et des anticipations de politique monétaire y relatives. Ces facteurs ont été renforcés par les commentaires du Président de la BCE concernant une éventuelle hausse des taux directeurs de la zone euro.

1.1.4 Les marchés boursiers

Au Japon et dans la zone euro, les marchés boursiers ont poursuivi leur tendance haussière tandis qu'aux Etats-Unis le Standard and Poor's 500 n'a enregistré des gains importants que vers la fin de la période sous revue. La performance du Nikkei 225 fut particulièrement extraordinaire en raison de l'évolution propice de l'économie japonaise, de la dépréciation du yen face au dollar, de la réélection du Premier ministre Koizumi et des anticipations relatives à la privatisation de la poste japonaise. Suite à ces développements, l'indice japonais a progressé de 19,10% entre début septembre et le 25 novembre 2005; l'indice a clôturé la période à 14 784,29 points, dépassant ainsi le seuil des 14 000 pour la première fois depuis mai 2001. Dans la zone euro et aux Etats-Unis, les marchés boursiers ont été soutenus par la publication des bons résultats des entreprises, mais la montée des tensions inflationnistes en octobre a pesé sur les cours. L'indice Dow Jones EuroStoxx s'est établi à 318,10 points en fin de période, ce qui constitue une progression de 5,81% par rapport au premier septembre, alors que le Standard and Poor's 500 a progressé que de 3,93% pour s'inscrire à 1 268,25 points.

Graphique 7

Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon (indice: 01/01/2005 = 100; données quotidiennes)



Source: Bloomberg

Note: Indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, indice Standard & Poor's 500 pour les Etats-Unis et indice Nikkei 225 pour le Japon

L'indice américain est resté globalement inchangé en septembre, tandis que les cours boursiers ont poursuivi leur hausse dans la zone euro et au Japon. Si les entreprises ont continué à publier de bons résultats aux Etats-Unis, cet effet positif a toutefois été contrebalancé par la hausse du taux directeur de la Federal Reserve le 20 septembre, ainsi que par l'incidence des ouragans. Par opposition, le Dow Jones EuroStoxx a augmenté de presque 5% au cours du mois, affichant ainsi une grande résistance à la hausse des prix pétroliers et à l'atonie relative de la croissance économique au sein de la zone euro. Les bons résultats effectifs et anticipés, ainsi que la dépréciation de l'euro par rapport au dollar américain, ont également soutenu les marchés boursiers de la zone euro. La forte progression du Nikkei 225, qui a excédé 9% en septembre, fut liée à la réélection de M. Koizumi et aux anticipations de privatisation de la poste.

En octobre, les cours boursiers ont évolué dans un climat d'incertitude accrue qui a pesé sur les marchés. La montée des tensions inflationnistes, suite à la publication de données adverses concernant l'évolution des

prix aux Etats-Unis et dans la zone euro et son incidence sur les anticipations relatives aux décisions de politique monétaire, a tiré les cours à la baisse tout en favorisant les rendements obligataires à long terme. Néanmoins, la baisse des cours du pétrole et la publication des bons résultats des entreprises dans la zone euro et aux Etats-Unis ont exercé un effet modérateur sur l'incidence des facteurs négatifs susmentionnés. La progression extraordinaire du Nikkei 225 a été interrompue en raison de ces tensions et de l'indicateur de confiance de la Banque du Japon qui était ressorti inférieur aux attentes.

Au cours du mois de novembre, les marchés boursiers ont resurgi en raison d'une baisse des cours du pétrole, des amorces de bons résultats par les entreprises et par la publication de données propices concernant la croissance économique. Ce dernier facteur fut particulièrement important aux Etats-Unis, où le Standard and Poor's 500 a enregistré des gains considérables suite à des signaux positifs concernant une croissance non-inflationniste. Le Dow Jones EuroStoxx et surtout le Nikkei 225 ont également progressé fortement en raison de l'évolution favorable de l'économie américaine qui a apportée son soutien aux développements propices respectivement des économies de la zone euro et du Japon.

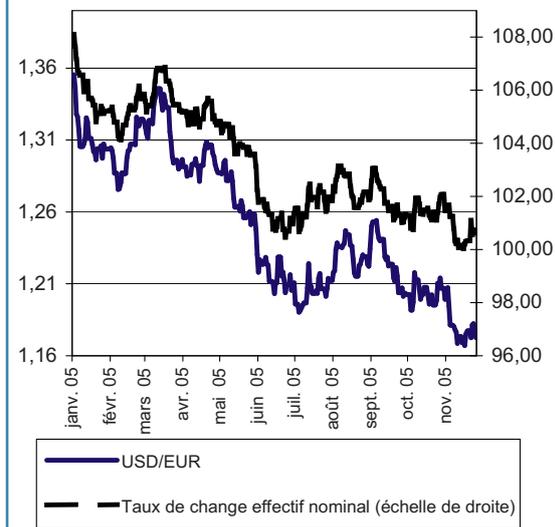
1.1.5 Les taux de change de l'euro

Le différentiel entre les taux directeurs des deux côtés de l'Atlantique s'est accru de cinquante points de base depuis début septembre, ce qui s'est répercuté sur le taux de change dollar-euro; le recul de l'euro face à la devise américaine s'est à son tour transmis sur le taux de change effectif de l'euro, bien que cet impact fut quelque peu atténué par le repli de plusieurs autres devises dont le yen japonais et la couronne suédoise. Ainsi, depuis la fin-août 2005, le taux de change effectif nominal¹ de l'euro a baissé de 1,28% alors que l'euro s'est déprécié de 5,03% contre le dollar américain, pour s'établir à 1,1725 en date du 25 novembre 2005. En novembre, l'euro a d'ailleurs atteint son creux de deux ans face à la devise américaine.

1 Il s'agit du taux de change de l'euro par rapport aux devises des vingt-trois principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Graphique 8

Les taux de change de l'euro



Source: Bloomberg, BCE

Le taux de change effectif nominal de l'euro s'est légèrement déprécié en septembre. Cette baisse est largement imputable à l'évolution de l'euro face au dollar qui intervient avec un poids considérable dans le calcul du taux de change effectif. L'appréciation du dollar était liée au regain d'optimisme, au cours du mois, relatif aux conséquences économiques de l'ouragan Katrina et son incidence sur la politique monétaire de la Federal Reserve qui a d'ailleurs haussé son taux directeur à 3,75% le 20 septembre, à la publication de chiffres élevés d'achats d'actifs américains par les étrangers en juillet et par le résultat des élections en Allemagne. La plupart des autres principales devises sont demeurées nettement plus stables. Il convient également de noter qu'à la date du 23 septembre, la banque centrale de la Chine a élargi la fourchette de fluctuation quotidienne du renminbi contre les devises autres que le dollar américain de 1,5% à 3,0%.

Le taux de change effectif de l'euro est ensuite demeuré globalement constant au mois d'octobre. D'une part, le dollar et la livre sterling sont restés quasiment inchangés au cours du mois; d'autre part, le yen et la couronne suédoise se sont repliés. Le recul du yen par rapport à l'euro fut entre autre imputable à l'incidence du prix élevé du pétrole sur l'excédent des comptes courants, tandis que la publication de données faisant apparaître une stabilité de la demande des non résidents pour les titres publics américains supportait le dollar.

Dans les deux premières semaines du mois de novembre, le taux de change effectif et le taux de change dollar-euro se sont dépréciés de concert. Alors que le dollar américain a atteint son sommet de deux ans face à l'euro, dans la deuxième moitié de novembre les anticipations des opérateurs de marché concernant les politiques monétaires respectives aux Etats-Unis et dans la zone euro ont toutefois très légèrement inversé la tendance haussière du dollar observée depuis quelques mois. Si au cours du mois l'euro est demeuré globalement stable par rapport au yen japonais et au franc suisse, il s'est déprécié envers la couronne suédoise.

Les devises du Mécanisme de change européen II (MCE II) sont restées pratiquement inchangées dans la période sous revue, les fluctuations ayant été particulièrement faibles au mois d'octobre. A noter que suite aux décisions du 25 novembre 2005, la Slovaquie a rejoint le MCE II; dans le cadre du MCE II, les cours d'intervention obligatoire s'inscrivent à +/- 15% par rapport au cours pivot de la couronne slovaque face à l'euro qui a été fixé à SKK/EUR 38,4550.

1.1.6 L'évolution des prix à la consommation

L'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH global est ressortie, en rythme annuel, à 2,6% en septembre et à 2,5% en octobre, contre 2,2% au cours des mois de juillet et août 2005. L'accélération significative de l'inflation en septembre 2005 est largement liée à l'évolution défavorable des prix de l'énergie. Le taux de croissance annuel des prix de l'énergie s'est en effet inscrit en forte hausse en septembre, s'établissant à 15,2%, contre 11,6% en août 2005. Le recul du rythme de progression de prix de l'énergie à 12,2% en octobre, a été contrebalancé par la hausse des taux annuels de plusieurs autres composantes de l'IPCH, empêchant ainsi un recul plus prononcé de l'inflation globale en octobre.

La progression annuelle des prix des produits alimentaires non transformés a progressivement augmenté au cours des derniers mois pour s'établir à 1,2% en octobre, contre 0,3% en juillet 2005. En parallèle, les prix des produits alimentaires transformés se sont également inscrits sur une trajectoire ascendante depuis le mois de juillet 2005 pour atteindre 2,4% en octobre, 0,8 point de pourcentage de plus qu'en juillet. Par contre, le taux de progression annuel des prix des services a légèrement reculé à 2,2% en septembre et octobre 2005, après avoir été stable à 2,3% en juillet et août. Les tensions sur les prix des produits manufacturés demeurent modérées: sur un an, ces prix ont en effet

été stables en juillet et août tandis que les progressions en septembre et octobre se limitent à 0,2 et 0,3%.

Le taux de croissance annuel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés a progressé légèrement en septembre, à 1,5% contre 1,4% au cours des trois mois précédents et pour se maintenir au même niveau en octobre.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH s'est établie à 2,4% en novembre 2005. Bien qu'une ventilation détaillée des différentes composantes ne soit pas encore disponible, il est probable que les prix de l'énergie ont continué d'exercer des tensions à la hausse.

Tableau 1 Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (variations annuelles en pourcentage)

	2002	2003	2004	2004 oct.	2004 nov.	2004 déc.	2005 janv.	2005 févr.	2005 mars	2005 avril	2005 mai	2005 juin	2005 juil.	2005 août	2005 sept.	2005 oct.	2005 nov.
IPCH global	2,3	2,1	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,4
<i>dont:</i>																	
Biens	1,7	1,8	1,8	2,2	2,0	2,0	1,6	1,8	1,9	2,1	1,6	1,9	2,1	2,2	2,9	2,6	
<i>Alimentation</i>	3,1	2,8	2,3	1,2	1,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,5	1,8	1,9	
- Produits alimentaires non transformés	3,1	2,1	0,6	-1,2	-1,0	0,0	-0,6	0,7	1,3	0,8	1,0	0,6	0,3	1,1	1,1	1,2	
- Produits alimentaires transformés	3,1	3,3	3,4	2,8	2,3	3,2	2,8	2,6	1,6	1,7	1,5	1,6	1,7	2,3	2,4		
<i>Produits manufacturés</i>	1,0	1,2	1,6	2,7	2,5	2,0	1,7	1,8	2,2	2,4	1,8	2,2	2,6	2,6	3,5	3,0	
- Produits manufacturés hors énergie	1,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	0,4	0,3	0,4	0,3	0,0	0,0	0,2	0,3	
- Energie	-0,6	3,0	4,5	9,8	8,7	6,9	6,2	7,7	8,8	10,2	6,9	9,4	11,8	11,6	15,2	12,2	
Services	3,1	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	2,5	2,2	2,5	2,2	2,3	2,3	2,2	2,2	
IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés	2,5	2,0	2,1	2,0	1,9	2,1	1,8	1,6	1,6	1,4	1,6	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	

Source: Eurostat

Les récentes projections établies par les services de l'Eurosystème indiquent que la progression moyenne de l'IPCH s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,3% en 2005, pour se situer entre 1,6% et 2,6% en 2006. Par rapport aux projections macroéconomiques publiées en septembre 2005, les intervalles de projection pour l'inflation de 2006 ont été revus à la hausse en raison de la hausse des cours du pétrole. Ces projections en matière de prix reflètent également l'hypothèse d'une persistance de l'actuelle modération salariale.

1.1.7 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail

Après avoir ralenti tout au long de l'année 2004, la croissance économique s'est poursuivie à un rythme modéré au cours du premier semestre de 2005. Le PIB réel a connu un léger sursaut au premier trimes-

tre (0,4% en glissement trimestriel) qui a été suivi d'un retrait au cours du deuxième trimestre (0,3%). La première estimation de la progression trimestrielle du PIB disponible pour le troisième trimestre de 2005 laisse transparaître une nette amélioration (+0,6%) en ligne avec les prévisions de renforcement graduel de l'activité telles que décrites par le Conseil des gouverneurs, la Commission européenne et l'OCDE.

L'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses révèle que la croissance affichée au deuxième trimestre a été soutenue par la demande domestique (qui a contribué à hauteur de 0,4 pp²) et plus particulièrement par la variation des stocks (0,2 pp). La contribution respective de chacune des autres composantes de la demande domestique est pourtant demeurée atone. Plus en détail, la part contributive de la consommation finale des ménages et des ISBLSM est restée faible (0,1 pp), ce qui pourrait refléter,

2 Les contributions à la progression du PIB sont présentées en point de pourcentage (pp) à l'erreur d'arrondi près.

pour partie, l'incidence négative du renchérissement des cours du pétrole sur le revenu réel. Bien qu'ayant enregistré une accélération au cours du trimestre sous revue, principalement sous l'effet d'un rebond dans le secteur de la construction, la formation brute de capital fixe n'a que faiblement participé à la consolidation de la progression de l'activité au deuxième trimestre 2005 (0,1 pp). Parallèlement, la part contributive de la dépense de consommation finale des administrations publiques est aussi restée modeste (0,1 pp).

Sur le plan externe, le renforcement de la progression des exportations, qui met en lumière une situation mondiale généralement favorable, a été neutralisé par un redressement substantiel de la croissance des importations. Par conséquent, la contribution des exportations nettes a amputé la croissance du PIB (de 0,1 pp) au cours du trimestre sous revue.

Dans une optique prospective, la reprise amorcée au cours du troisième trimestre de 2005 conforte le scénario de base retenu par l'Eurosysteme, la Commission européenne et l'OCDE à savoir, celui d'une amélioration graduelle de l'activité économique qui devrait continuer à se redresser et se généraliser au cours des mois à venir. Les dernières projections de décembre de l'Eurosysteme pour les années 2005 à 2007 s'inscrivent dans ce schéma de redémarrage de la croissance, étant même plus optimistes que celles issues de l'exercice de projections de septembre 2005 pour les années 2005 et 2006. En effet, les taux de progression annuels du PIB sur l'horizon couvert par les projections ont été réajustés à la hausse, s'établissant désormais dans des fourchettes de 1,2% à 1,6% pour 2005 et de 1,4% à 2,4% pour 2006 et 2007.

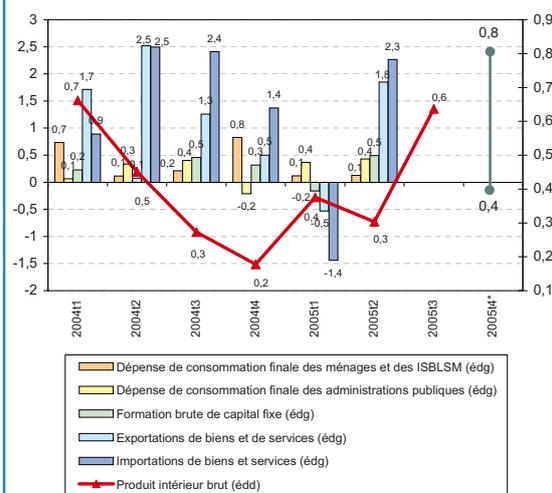
Parmi les composantes de la demande domestique, la croissance annuelle de la consommation privée devrait se fixer dans une fourchette de 1,1% à 1,5%, en 2005 reflétant la modeste croissance du revenu réel disponible ainsi que l'impact négatif de la hausse du prix du pétrole sur le pouvoir d'achat des ménages. Puis, de 2006 à 2007, la croissance annuelle de la consommation privée s'accélérerait modérément dans des intervalles de 0,9% à 1,9% et de 0,6% à 2,2% respectivement, en phase avec l'évolution du revenu réel disponible qui devrait être soutenu notamment par l'accélération de la progression de l'emploi. Soulignons que le taux d'épargne pourrait demeurer quasiment stable au cours des années en question. Parallèlement, la formation brute de capital fixe s'inscrirait dans des intervalles de 1,4% à 2,4%, de 1,6% à 4,6% et de 1,5% à 4,7% de 2005 à 2007, dans la mesure où l'investissement productif

devrait profiter de la forte demande étrangère et bénéficier des conditions de financement favorables ainsi que des bons résultats des entreprises. L'investissement privé résidentiel continuerait de progresser à un rythme modéré au cours de la période de projections.

La progression des exportations et des importations devrait décélérer dans le courant de 2005 (se fixant dans des fourchettes de resp. de 2,6% à 5,4% et de 3,4% à 6,0%) pour se renforcer par la suite. La croissance annuelle des importations suivrait un sentier largement parallèle à celui emprunté par les exportations, de sorte que les exportations nettes ne dégageraient qu'une faible contribution à la croissance du PIB sur l'horizon de projections.

Graphique 9

Evolution du PIB de la zone euro et de ses agrégats constitutifs du PIB (variations trimestrielles en pourcentages)



Source: Eurostat, Commission européenne

* prévision de la Commission européenne (édd)

Tableau 2 *Projections macroéconomiques pour la zone euro*

(variations annuelles en pourcentages)

	2004	2005	2006	2007
Prévisions de la Commission européenne				
PIB réel	2,1	1,3	1,9	2,1
Prévisions de l'OCDE				
PIB réel	1,8	1,4	2,1	2,2
Projections de l'Eurosystème (intervalles)				
PIB réel	1,8	1,2 – 1,6	1,4 – 2,4	1,4 – 2,4
Consommation privée	1,4	1,1 – 1,5	0,9 – 1,9	0,6 – 2,2
Consommation publique	1,1	0,4 – 1,6	1,1 – 2,1	0,5 – 1,5
Formation brute de capital fixe	1,6	1,4 – 2,4	1,6 – 4,6	1,5 – 4,7
Exportations de biens et de services	6,1	2,6 – 5,4	4,3 – 7,5	4,1 – 7,3
Importations de biens et de services	6,3	3,4 – 6,0	4,2 – 7,6	3,5 – 6,9

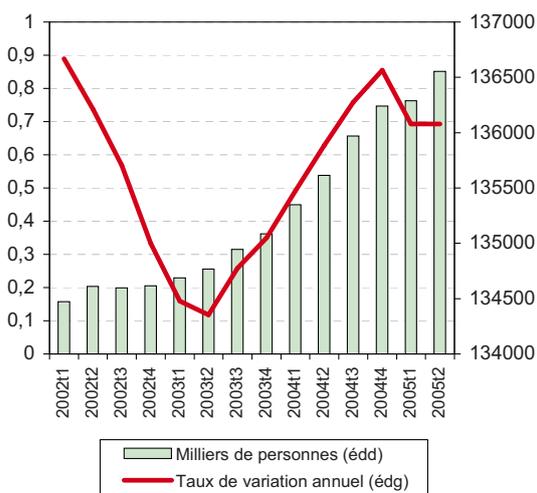
Source: BCE, Commission européenne et OCDE

La situation sur le marché de l'emploi s'est améliorée dans la zone euro au cours des trois premiers trimestres 2005. Après être restée largement inchangée en 2003, la croissance annuelle de l'emploi est redevenue modérément positive dans le courant de 2004. Les données disponibles pour le premier semestre de 2005 confirment cette tendance avec une hausse de 0,6% en glissement annuel au cours du premier semestre de 2005 après 0,8% au cours du second semestre de 2004. Les données d'enquêtes de la Commission européenne relatives à l'évolution de l'emploi au sein de la zone euro laissent augurer une poursuite de l'embellie des perspectives d'emploi dans l'industrie et le secteur des services au troisième trimestre et par extension au second semestre de l'année en cours.

Cette création nette d'emplois se fait désormais aussi sentir sur le front du chômage qui, après un plafonnement durant deux années, s'inscrit désormais en baisse et atteint 8,4% en septembre.

Graphique 10

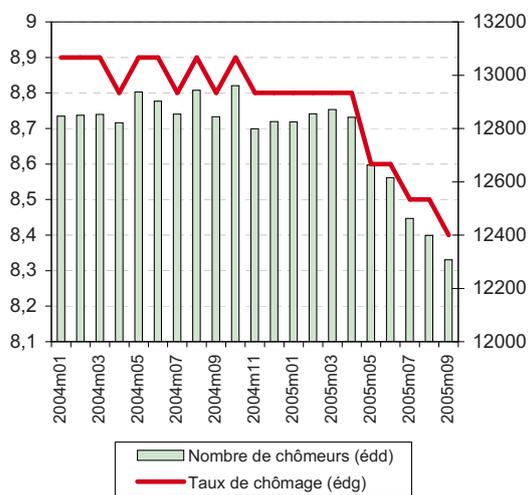
Variation annuelle et niveau de l'emploi total (à l'erreur d'arrondi près)



Source: Eurostat

Graphique 11

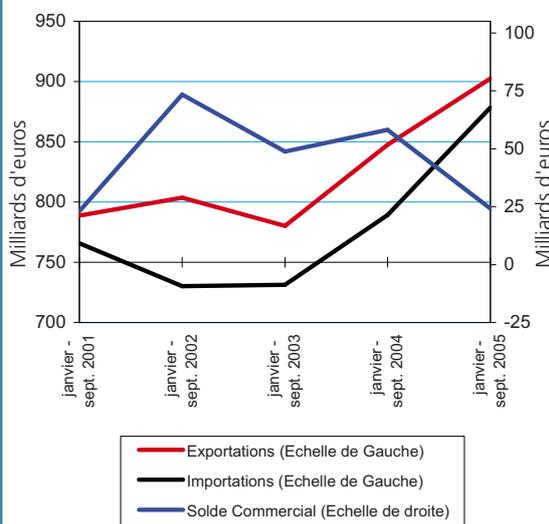
Nombre de chômeurs (milliers de personnes) et taux de chômage standardisé pour la zone euro (en % de la population active)



Source: Eurostat

Graphique 12

Evolution du commerce extérieur de la zone euro (données brutes)



Source: Eurostat

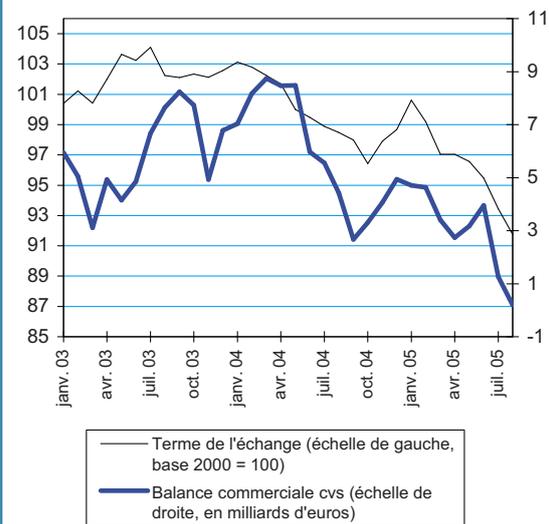
1.1.8 Le commerce extérieur

L'excédent du commerce extérieur de la zone euro a fortement diminué en atteignant 24 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2005 contre 58 milliards à la même période de 2004. Cette sensible chute s'explique par la croissance à concurrence de 11% des importations qui, sous l'effet du renchérissement du pétrole, ont atteint 878 milliards d'euros sur les neuf premiers mois 2005 contre 789 milliards sur la période correspondante de 2004. Les exportations de la zone euro ont certes enregistré une performance relativement bonne (+6,5% à 902 milliards d'euros), mais elle a été largement en-dessous de la progression des importations. Toutefois, en termes réels, les importations et les exportations ont progressé au même rythme de 4% (voir graphique 14). Quant à l'évolution des prix relatifs, elle montre une détérioration de 4,7% pour les termes de l'échange, les valeurs unitaires à l'importation ayant augmenté de 6,7% en moyenne contre 2% pour les exportations.

L'évolution des données corrigées des variations saisonnières (cvs) montre que sur les neuf premiers mois de 2005 la moyenne mensuelle (2,8 milliards d'euros) de l'excédent commercial de la zone euro est largement en-dessous du niveau (6,6 milliards d'euros) atteint sur la période correspondante de 2004. Cette détérioration du solde commercial est associée à la dégradation des termes de l'échange consécutive notamment à la hausse prononcée des prix du pétrole.

Graphique 13

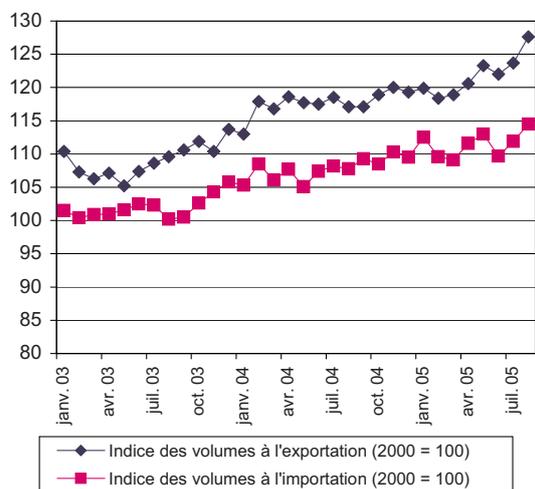
Evolution mensuelle des termes de l'échange et du surplus commercial de la zone euro (données corrigées des variations saisonnières, cvs)



Source: Eurostat

Graphique 14

Evolution en volumes du commerce extérieur de la zone euro (données cvs)



Source: Eurostat

Sur les neuf premiers mois de 2005, la répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que l'excédent important dans le domaine des machines et véhicules a progressé de 3% pour atteindre 105 milliards d'euros. Le surplus dégagé sur les produits chimiques et connexes (près de 52 milliards) a quasiment stagné tandis que l'excédent sur les articles manufacturés a chuté de 5% à 25 milliards d'euros. Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde négatif, les combustibles minéraux et lubrifiants (pétrole essentiellement) ont vu leur déficit grimper de 45% à 140 milliards d'euros. De même, le déficit dans les matières premières (20 milliards environ) s'est alourdi.

En ce qui concerne les évolutions selon les principaux partenaires commerciaux en dehors de l'UE-25³, l'excédent de la zone euro vis-à-vis des Etats-Unis a progressé de 4%, soit 46 milliards d'euros sur les neuf premiers mois de 2005. De même, le surplus commercial vis-à-vis des pays d'Europe Centrale et de l'Est (sans les nouveaux membres de l'UE) s'est amélioré de 9% à 8,6 milliards d'euros. En revanche, le surplus vis-à-vis de la Suisse (9,7 milliards) s'est légèrement contracté. Sur les neuf premiers de 2005, les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (+45% pour atteindre 52 milliards d'euros), les pays membres de l'OPEP (+171% pour atteindre

24 milliards), la Russie (+49% pour atteindre 22 milliards), la Norvège (+7,6% pour atteindre 14 milliards) et le Japon (-14% pour atteindre 13,5 milliards).

1.1.9 La balance des paiements

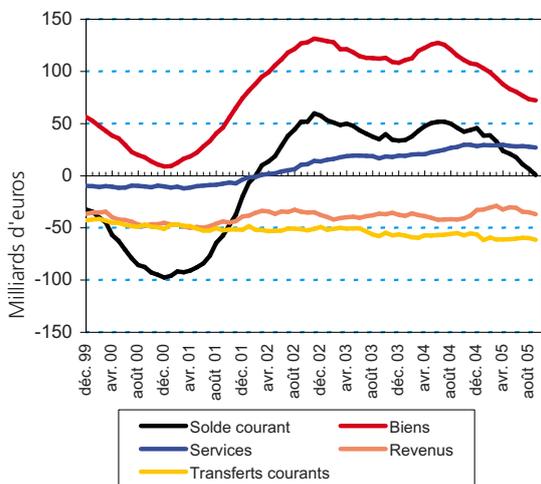
1.1.9.1 Le compte des transactions courantes

En données non corrigées des variations saisonnières, l'excédent courant de la zone euro a nettement fléchi en atteignant 600 millions d'euros sur les douze derniers mois cumulés jusqu'en septembre 2005 contre 46 milliards sur la même période s'achevant en septembre 2004. Cette sensible détérioration du solde courant cumulé, qui à cette allure (voir graphique) va probablement retrouver sa situation déficitaire des périodes antérieures à février 2002, s'explique essentiellement par la forte baisse de l'excédent cumulé des biens qui a atteint 72 milliards en septembre 2005 contre 115 milliards sur la période correspondante de 2004. Sous l'effet notamment du renchérissement du prix du pétrole, les importations de marchandises ont réalisé en valeur une progression plus importante que celle des exportations, provoquant ainsi une importante réduction (-37%) de l'excédent des marchandises. Par ailleurs, les échanges de services qui, comme les marchandises, apportent d'habitude une contribution positive au solde courant de la zone euro, ont enregistré une réduction de 3% de leur excédent (27 milliards d'euros). Le compte courant de la zone euro a également souffert d'une évolution défavorable des transferts courants dont le déficit s'est alourdi de 12% atteignant 61 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2005. Le déficit des revenus (37 milliards) s'est en revanche contracté de 15%.

³ Au moment de la rédaction de ce Bulletin, les données de septembre pour le commerce vis-à-vis des pays de l'UE-25 non-membres de la zone euro n'étaient pas disponibles.

Graphique 15

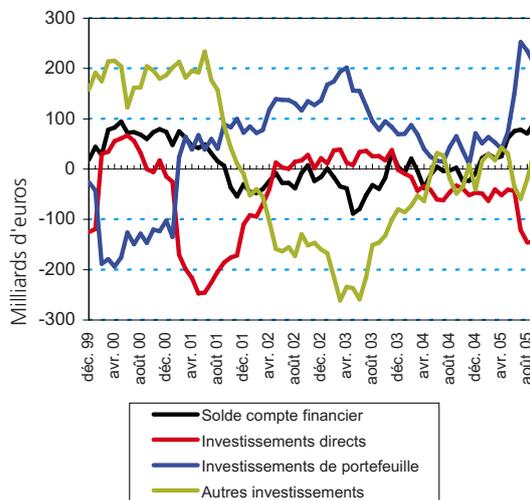
Evolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



Source: BCE

Graphique 16

Evolutions des soldes cumulés (sur douze mois) du compte financier de la zone euro



Source: BCE

1.1.9.2 Le compte financier

Sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2005, les flux cumulés du compte financier de la zone euro ont enregistré une importation nette de capitaux de 90 milliards d'euros contre 2,7 milliards sur la période correspondante de 2004. Ces entrées de capitaux ont été occasionnées essentiellement par les investissements de portefeuille (211 milliards), mais aussi, dans une moindre mesure, par les autres investissements (27,8 milliards) et par les avoirs de réserve (réduction de 12 milliards). Les achats nets des titres de la zone euro par les non-résidents ont en effet rapporté au total 211 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2005 contre 65 milliards sur la même période de 2004. Cet engouement des non-résidents pour les titres de la zone euro, particulièrement pour les actions, s'explique sans doute par des performances (réalisées ou anticipées) relativement meilleures des marchés boursiers de la zone euro (Cfr. Section 1.1.4 ci-dessus). Les entrées nettes ci-dessus ont été en grande partie compensées par des sorties nettes au titre d'investissements directs (146 milliards d'euros). Profitant des perspectives de croissance notamment aux Etats-Unis, en Grande Bretagne et dans les pays émergents, les entreprises de la zone euro ont investi massivement à l'étranger au cours de cette période.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 L'évolution des prix et des coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

Le rythme de progression de l'inflation annuelle au Luxembourg mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPC_N) s'est accéléré depuis le mois de juillet 2005, en raison, principalement, de la récente flambée des prix des produits pétroliers. Ainsi, l'inflation globale est passée de 2,2% en juin à 3,1% en octobre 2005, soit le taux annuel le plus élevé observé depuis mai 2001.

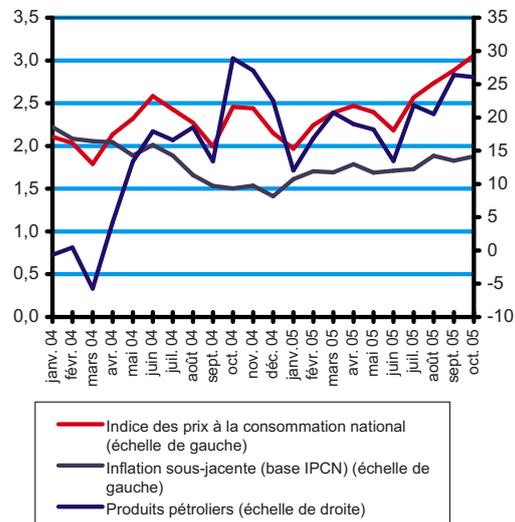
Le taux de progression annuel des prix des produits pétroliers qui était déjà de 13,4% en juin a presque doublé en passant à 26,0% en octobre 2005. Les données d'octobre 2005 des prix des produits pétroliers constituent ainsi la huitième hausse mensuelle enregistrée depuis le début de l'année, renforçant ainsi sensiblement le coût supporté par l'économie luxembourgeoise.

L'inflation sous-jacente¹ s'est légèrement détériorée au cours de la période allant de juin à octobre 2005, ressortant à 1,9% en octobre 2005, soit 0,2 point de pourcentage de plus qu'en juin 2005. A rappeler qu'en octobre 2004, le rythme de progression annuel de l'inflation sous-jacente était de 1,5%.

La hausse des prix des services reste soutenue avec 2,6% en octobre et la contribution de cette composante à l'inflation globale demeure de ce fait importante, avec quelque 0,9 point de pourcentage. Une tranche indiciaire est venue à échéance avec effet au 1^{er} octobre 2005, ce qui suggère que les tensions sur les prix des services et, partant, sur l'inflation sous-jacente, devraient augmenter au cours des prochains mois.

Graphique 17

Inflation et produits pétroliers (taux de variation annuel)



Source: STATEC

A noter que l'inflation annuelle mesurée selon l'indice harmonisé (IPCH), qui n'est guère représentatif des habitudes de consommation des résidents en raison de la pondération excessive des positions dont une proportion importante est consommée par des non-résidents (tabac et produits pétroliers), est montée en flèche au cours des derniers mois, s'établissant à 5,0% en octobre, contre 3,2% en juin 2005.

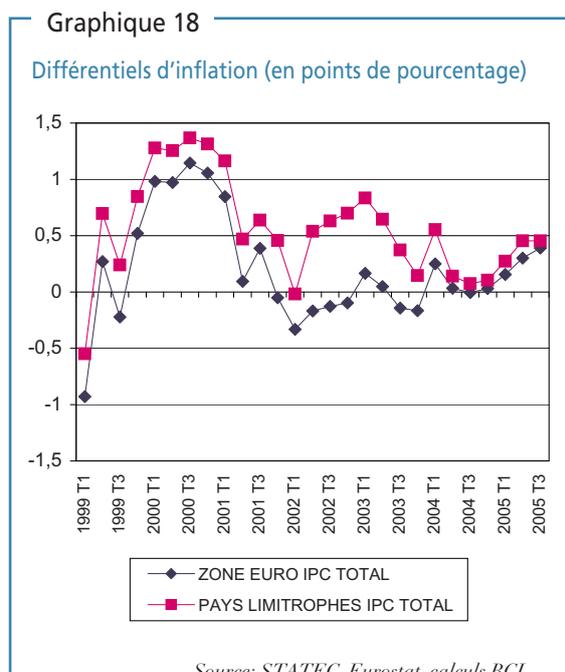
Les écarts d'inflation² du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes se sont détériorés depuis fin 2004 pour s'établir à, respectivement, 0,4 et 0,5 point de pourcentage au troisième trimestre 2005.

Le graphique ci-dessous montre que, depuis le début de la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM) en 1999, les différentiels d'inflation par rapport aux pays limitrophes ont été plus défavorables que les écarts par rapport à la zone euro. En effet, les écarts d'inflation annuels moyens calculés sur base des taux annuels des indices des prix à la consommation ont été de respectivement 0,2 et de 0,6 point de pourcentage par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes. Sur la période examinée (janvier 1999 à

¹ Le STATEC établit la série en question en excluant de l'indice national global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao, le chocolat en poudre, le gaz de ville, le gaz naturel, le gaz liquéfié, les combustibles liquides, les combustibles solides, le gas-oil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

² Taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPC_N) du Luxembourg moins taux annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) respectivement de la zone euro et des pays limitrophes.

septembre 2005), l'IPC du Luxembourg a progressé de 17,6% tandis que les IPCH de la zone euro et des pays limitrophes ont augmenté respectivement de 15,9 et de 13,5%.



Le tableau suivant analyse plus en détail les écarts d'inflation moyens du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes observés depuis le début de la phase III de l'UEM. Ces moyennes ont été calculées sur base des taux annuels observés pour tous les mois de la période allant de janvier 1999 (mise en place de l'euro) à septembre 2005. L'indice des prix à la consommation national a été utilisé pour le Luxembourg puisqu'il reflète mieux les habitudes de consommation des résidents que l'indice harmonisé. L'inflation de la zone euro et des pays limitrophes a été obtenue à partir des indices harmonisés. L'écart d'inflation constitue la différence entre le taux d'inflation annuel du Luxembourg et celui de respectivement la zone euro et les pays limitrophes. Le tableau présente une ventilation par ordre décroissant de l'écart annuel moyen par rapport à la zone euro.

Le nombre d'écarts favorables au Luxembourg (représentés par des chiffres négatifs) est faible et cela particulièrement pour ce qui concerne la comparaison avec les pays limitrophes.

Tableau 3 *Écarts d'inflation annuel moyens par groupes de produits et pour l'indice global (janvier 1999 à septembre 2005, en points de pourcentage)*

<i>Indice global/Groupes de produits</i>	<i>Zone euro</i>	<i>Pays limitrophes</i>
Indice global	0,2	0,6
Services postaux	3,7	3,5
Équipements audiovisuels, photographiques et informatiques	3,0	3,3
Électricité, gaz et autres combustibles	1,3	1,3
Autres articles et équipements liés aux loisirs	1,2	1,5
Boissons non alcoolisées	1,1	1,3
Appareils de cuisine et de ménage	1,1	1,3
Utilisation des véhicules personnels (y compris les carburants)	0,9	0,8
Loyers d'habitation réels	0,7	0,9
Biens et services pour l'entretien de l'habitation	0,7	1,2
Services récréatifs et culturels	0,7	1,4
Enseignement	0,6	1,8
Produits alimentaires	0,6	1,1
Boissons alcoolisées	0,4	0,5
Autres services n.d.a.	0,4	0,9
Articles d'habillement	0,3	1,1
Voyages à forfait	0,3	0,9
Articles de ménage en textile	0,3	0,7
Achats de véhicules	0,3	0,5
Meubles, articles d'ameublement etc, tapis etc.	0,3	0,8
Presse librairie et papeterie	0,3	0,6
Services d'hébergement	0,3	1,2
Services de transport	0,2	1,1
Verrerie, vaisselle et ustensiles de ménage	0,2	0,3
Soins corporels	0,1	0,3
Autres services relatifs au logement	0,1	0,4
Outillage pour la maison et le jardin	0,0	0,4
Restaurants et débits de boissons	0,0	0,9
Tabac	-0,1	-0,8
Services financiers	-0,2	0,5
Autres biens durables à fonction récréative et culturelle	-0,2	0,4
Articles chaussants	-0,3	0,6
Travaux courants d'entretien et de réparation du logement	-0,4	0,3
Protection sociale	-0,5	0,2
Effets personnels	-0,6	-0,5
Services hospitaliers	-1,2	-1,3
Assurance	-1,4	-0,4
Équipement de téléphonie et télécopie	-1,8	-2,5
Services de téléphonie et télécopie	-2,6	-2,9
Produits et appareils thérapeutiques, matériel médical	-3,4	-1,8
Services de consultation externe (médical)	-4,5	-3,8

Source: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Le tableau ci-avant montre que les écarts d'inflation annuels moyens par rapport à la zone euro ont été particulièrement défavorables en ce qui concerne les groupes suivants: «services postaux», «équipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «électricité, gaz et autres combustibles», «autres articles et équipements liés aux loisirs», «boissons non alcoolisées», «appareils de cuisine et de ménage» et «utilisation des véhicules personnels». Par

contre, les groupes suivants ont affiché des écarts particulièrement favorables par rapport à la zone euro: «services de consultation externe (médical)», «produits et appareils thérapeutiques, matériel médical», «services de téléphonie et télécopie», «équipement de téléphonie et télécopie», «assurance» et «services hospitaliers».

Les groupes de produits affichant les écarts d'inflation les plus importants, que se soit à la hausse ou à la baisse,

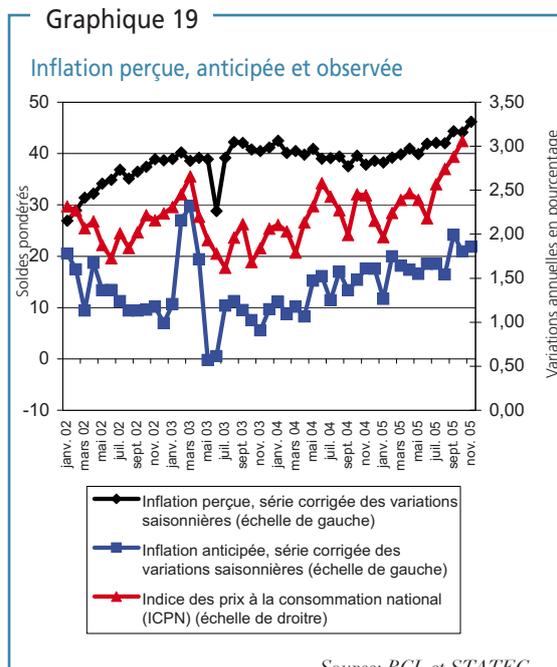
ne sont pas nécessairement ceux qui disposent d'une pondération élevée au niveau de l'indice global. Or, il semble nécessaire de prendre en considération les poids des différents groupes de produits dans l'indice global afin de pouvoir tirer des conclusions au sujet de la contribution des groupes individuels sur l'écart global. Nous avons estimé la contribution des différents groupes à l'écart constaté au niveau de l'indice global par le biais des seules pondérations retenues pour l'IPCN du Luxembourg pour l'année 2005.

En tenant compte des pondérations des groupes, sur la période examinée, l'impact des groupes suivants aurait été particulièrement défavorable sur l'écart d'inflation global par rapport à la zone euro: «utilisation des véhicules personnels» (y compris les carburants), «produits alimentaires», «équipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «électricité, gaz et autres combustibles», «loyers d'habitation réels», «achats de véhicules», «autres articles et équipements liés aux loisirs» et «biens et services pour l'entretien de l'habitation». Par contre, les groupes suivants auraient eu un impact baissier important sur l'écart d'inflation global par rapport à la zone euro: «produits et appareils thérapeutiques, matériel médical», «services de téléphonie et télécopie», «assurance» et «protection sociale».

En ce qui concerne les pays limitrophes, le classement des groupes dont l'impact des groupes aurait été particulièrement haussier est le suivant: «produits alimentaires», «utilisation des véhicules personnels» (y compris les carburants), «équipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «achats de véhicules», «restaurants et débits de boissons», «articles d'habillement», «électricité, gaz et autres combustibles», «biens et services pour l'entretien de l'habitation», «loyers d'habitation réels» et autres «autres articles et équipements liés aux loisirs».

L'analyse des données présentées ci-dessus permet de parvenir à la conclusion que les écarts moyens d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes observés depuis la mise en place de l'euro, semblent être liés à un nombre important de groupes de biens et de services compris dans l'IPCN total, plutôt qu'à un nombre restreint de produits.

En 2005, l'évolution des variables qualitatives relatives aux prix à la consommation, que sont l'inflation perçue et l'inflation anticipée, a assez bien reflété la tendance haussière observée au niveau de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation national. Cette conclusion est illustrée par le graphique qui suit.



Indexation et probabilité de modification des prix à la consommation

Sur base d'environ 380.000 prix individuels collectés par le STATEC dans le cadre de la construction des indices national et harmonisé des prix à la consommation, une récente étude de la Banque centrale du Luxembourg a tenté d'évaluer les effets de l'échéance d'une tranche de l'échelle mobile des salaires sur la probabilité d'un ajustement à la hausse des prix à la consommation³. Il en ressort qu'une hausse cumulée des salaires a un impact significatif sur la probabilité d'un ajustement des prix des services. De plus, l'échéance d'une tranche de l'échelle mobile accroît la probabilité d'un ajustement à la hausse des prix des services et diminue la probabilité d'une baisse.

Les résultats empiriques obtenus pour l'ensemble des prix analysés sont statistiquement significatifs et révèlent que la probabilité d'un ajustement (hausse ou baisse) des prix progresse de 0,8 point de pourcentage au même mois dans lequel une tranche de l'échelle mobile échet et de 0,4 point de pourcentage le mois qui suit. Cet impact est clairement asymétrique : la probabilité d'une augmentation des prix augmente respectivement de 0,5 point de pourcentage et 0,9 point de pourcentage, tandis que la probabilité d'une diminution des prix se réduit de 0,4 point de pourcentage.

L'étude procède en deux étapes. Dans une première étape, les catégories de produits susceptibles d'être affectées par l'indexation des salaires sont identifiées à l'aide de l'estimation d'une régression multivariée. Cette dernière inclut les variables dépendantes retardées et une variable indicatrice afférente aux dates d'une nouvelle tranche de l'échelle mobile. Dans une seconde étape, les effets d'une nouvelle tranche de l'échelle mobile sur la probabilité d'une augmentation de prix sont estimés pour les catégories de produits identifiées dans la première étape par une régression de type «LOGIT».

Dans une première étape, la spécification subséquente est estimée pour 255 COICOP10 catégories i de l'IPCN:

$$\pi_{i,t}^P = \alpha + \beta_1 \pi_{i,t-1}^P + \sum_{l=1}^{L-1} \gamma_l \Delta \pi_{i,t-l}^P + \beta_2 I_{t-1} + \sum_{l=1}^{L-1} \delta_l \Delta I_{t-l} + \sum_{m=1}^{11} \varepsilon_m M^m$$

$\pi_{i,t}$ dénote le taux d'inflation de l'indice de prix p_i à temps t . I dénote une augmentation de 2,5% des salaires lors d'une nouvelle tranche de l'échelle mobile. L et M représentent l'opérateur de différence, l'opérateur de décalage (L dénote le nombre total des retards) et les variables indicatrices mensuelles. Par souci de robustesse des résultats, l'équation est estimée séparément pour des retards d'un mois à six mois. Les estimations suggèrent un impact robuste significatif d'une nouvelle tranche de l'échelle sur l'indice désagrégé de 10 catégories de produits présentées dans le tableau ci-dessous.

Tableau 4 Catégories pour lesquelles l'indexation des salaires cause des effets inflationnistes

COICOP10	Catégories
01.02.02.01.01	Eaux minérales gazeuses et non gazeuses
04.01.01.01.01	Loyers pour maison
04.03.02.01.01	Services d'entretien du logement
05.01.01.01.01	Mobilier de salon, salle à manger et bureau
05.01.01.01.03	Mobilier de chambre à coucher
05.03.03.01.01	Réparation des appareils ménagers
05.06.02.01.01	Emploi de personnel domestique, etc.
07.02.03.01.01	Entretien et réparations
09.01.03.01.01	Équipement informatique
12.01.01.01.01	Salons de coiffure

Source: BCL

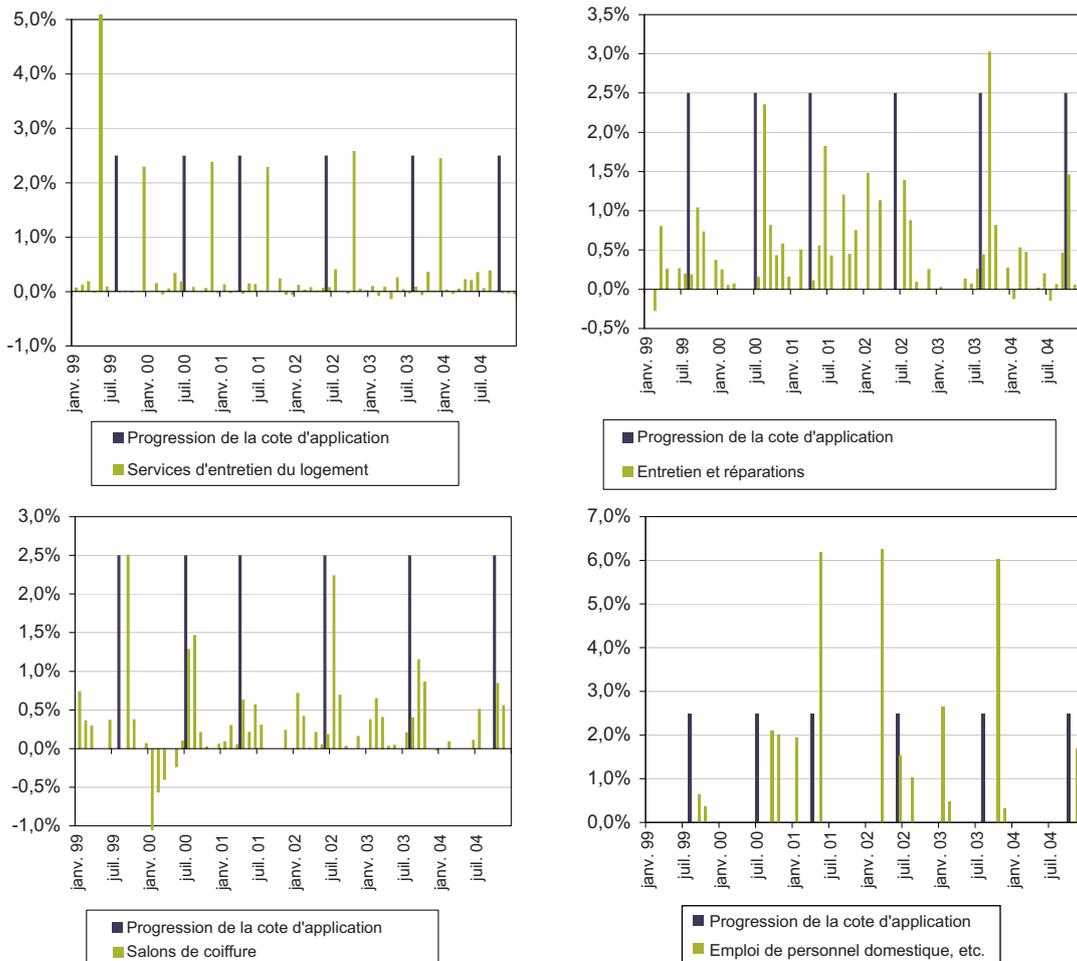
³ Voir le cahier d'étude No. 17 de la Banque centrale du Luxembourg sur „Consumer Price Behaviour in Luxembourg: Evidence from Micro CPI Data“ (page 40). Le cahier peut être téléchargé à partir du site <http://www.bcl.lu>.

Les résultats issus de cette première étape sont conformes à nos attentes. Ils suggèrent, en particulier, que des hausses de prix sont présentes pour ces catégories COICOP10 pour lesquelles les prix semblent directement liés aux coûts salariaux. Par exemple, les catégories concernées sont relatives aux 'Services d'entretien du logement', à la 'Réparation des appareils ménagers', à 'l'Emploi de personnel domestique, etc.' et à 'l'Entretien et réparations' et aux 'Salons de coiffure'.

Dans une deuxième étape, l'analyse détermine les implications d'une nouvelle tranche de l'échelle sur la probabilité d'observer une augmentation des prix individuels. Essayant de confirmer les résultats obtenus de la régression multivariée, l'étude procède avec une régression «LOGIT» pour les prix individuels de quelques-unes des catégories COICOP10 présentées dans le tableau précédent en introduisant des retards différents entre la date d'une nouvelle tranche et son effet sur la probabilité d'une augmentation des prix. Les résultats confirment les résultats de la régression multivariée et indiquent que la durée peut varier d'un à quatre mois entre la tranche de l'échelle mobile et l'augmentation subséquente des prix. Le tableau ci-dessous montre, pour des catégories de produit sélectionnées, les dates de l'échéance d'une tranche d'échelle mobile des salaires et l'ajustement subséquent des prix. Pour toutes les catégories présentées dans ce tableau, il y a un effet statistique significatif, indiquant que l'indexation de salaires est à la base d'une hausse des prix des catégories sélectionnées.

Graphique 20

L'indexation des salaires et les changements de prix: modification mensuelle de prix des 4 indices COICOP10 sélectionnés



Source: BCL

Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-novembre, l'euro cotait aux environs de 1,19 USD/EUR, soit un niveau similaire aux prévisions antérieures datant de septembre 2005⁴. Le prix du Brent en dollar s'est quant à lui établi simultanément autour de 58\$/bl et les

marchés à terme anticipent une convergence graduelle vers un niveau légèrement supérieur à 60\$/bl en décembre 2006 – un niveau également similaire aux hypothèses de l'exercice de septembre 2005. En somme, la révision, par rapport à l'exercice précédent, du prix du pétrole en euros sur la période de prévision est marginale. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 5 *Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation*

	2004	2005	2006	05-T3	05-T4	06-T1	06-T2	06-T3	06-T4
Prix du pétrole (Brent) en \$	38,3	55,0	60,0	61,9	58,9	59,2	60,0	60,2	60,4
Taux de change \$/€	1,24	1,25	1,19	1,22	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	20,7	43,6	13,5	49,1	43,2	36,8	22,8	-0,4	2,8

Source: BCL

Dans son projet de budget pour l'année 2006, le gouvernement a introduit une mesure fiscale ayant un impact direct sur les prix de l'énergie. La mesure est identique à celle prise en 2005, en l'occurrence une majoration des accises sur le diesel de 12,5€/1 000l. Selon nos estimations, l'impact de cette mesure sur les prix à la consommation serait marginal; de plus, cet impact serait également inférieur à l'effet total des mesures fiscales sur l'énergie mises en œuvre dans le cadre des budgets pour les années 2004 et 2005.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les évolutions récentes ont, en moyenne, été en ligne avec nos projections antérieures. Le scénario sous-jacent à nos projections précédentes ne nécessite ainsi guère d'adaptations, si ce n'est pour un ajustement sur la composante tabac. Ce sous-indice est en effet affecté d'une pondération de 11,4% dans l'IPCH et, étant donné les hausses de prix du tabac généralement observées, il exerce un impact considérable sur l'évolution de l'IPCH⁵. Sur base du projet de loi relatif au budget du gouvernement central pour l'année 2006, les taxes indirectes sur le tabac ne seraient pas ajustées en 2006⁶, ce qui constituerait une rupture par rapport à la tendance observée au cours des années passées au cours desquelles le gouvernement avait régulièrement procédé à de tels ajustements. Sur base de l'absence

d'une telle mesure fiscale qui, par le passé, a souvent été l'élément déclencheur de l'ajustement du prix final du tabac, il est plus indiqué d'admettre un prix de vente inchangé au courant de l'année 2006. En vertu de ces arguments, nous avons revu à la baisse nos projections pour l'IPCH excluant l'énergie.

Outre ce phénomène ponctuel, il n'y a pas lieu de signaler des changements particuliers qui exerceraient un impact significatif sur l'inflation au-delà de ce qui avait déjà été incorporé dans nos projections précédentes. En ce qui concerne l'inflation importée, par hypothèses l'euro est sensé rester figé aux taux de change actuels durant la période de projection. Par contre, la croissance dans la zone euro a, sur base d'une estimation rapide, connu un rebond considérable au troisième trimestre: il semble donc que l'économie européenne, eu égard à la forte hausse passée du prix du pétrole et sa persistance à un niveau élevé, fasse preuve d'une résistance considérable. Les prévisions de croissance récentes de l'Eurosystème sont globalement restées inchangées par rapport à l'exercice de juin 2005 confirmant ainsi le scénario d'une reprise conjoncturelle progressive à partir du deuxième semestre 2005. Dans ce contexte, l'attention se tourne vers la vitesse avec laquelle l'écart entre la production effective et son niveau potentiel va se rétrécir et risque de provoquer des tensions inflation-

⁴ Voir Bulletin 2005/2 BCL, pp.27-28

⁵ La pondération du tabac dans l'IPCH n'est que de 1,6%.

⁶ Une mesure sur le tabac est spécifiée dans le budget du gouvernement, en l'occurrence le relèvement du droit d'accises autonomes, de 1% à 1,3%, sur les cigarettes. En revanche, l'impact de cette mesure sur les prix semble marginal de sorte qu'il pourrait être absorbé par la marge de profit des manufacturiers de tabac.

nistes. A l'heure actuelle, les pressions inflationnistes provenant de nos pays voisins, devraient encore rester limitées. Le risque inflationniste induit par l'évolution des salaires ne s'est notamment pas renforcé. La modération salariale observée dans plusieurs pays de la zone euro, en particulier en Allemagne, constitue un argument pour une évolution modérée des prix à la consommation. Par contre, l'amélioration conjoncturelle, associée à l'embellie observée sur le marché du travail, en l'occurrence une baisse du taux de chômage dans la zone euro, rend les effets de second tour de la hausse du prix du pétrole également plus probable dans les pays voisins (ce qui est surtout le cas pour la Belgique). Au Luxembourg, ces effets sont davantage présents, en raison du mécanisme de l'indexation automatique des salaires et ils s'exercent principalement au travers de l'impact des salaires sur les prix des services.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPCN énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCH énergie une évolution nettement défavorable au quatrième trimestre 2005 et au début de l'année 2006. Ce ne serait que vers le deuxième semestre 2006 que la contribution de l'énergie à l'inflation globale serait en moyenne neutre (voir graphique). En revanche, étant donné que les marchés financiers n'anticipent pas une dégrue du prix du pétrole, on peut à l'heure actuelle exclure le scénario d'une contribution négative de l'énergie à l'inflation globale. Comparé à l'exercice précédent, les projections n'ont été adaptées que marginalement tel que décrit ci-dessus.

En 2005, l'IPCH excluant l'énergie progresserait de l'ordre de 2,4%, un scénario inchangé par rapport aux projections précédentes. Par contre, pour 2006, les projections pour l'IPCH excluant l'énergie ont été ajustées à la baisse pour tenir compte des adaptations relatives aux projections du prix du tabac. L'IPCH excluant l'énergie connaîtrait alors une décélération autour de 1,8% en 2006, un taux qui se rapprocherait alors de ceux observés dans les pays voisins.

Le taux d'inflation tel que mesuré par l'évolution de l'IPCN global s'est récemment accéléré, pour atteindre 3,1% en octobre. Sur base des éléments précités et de nos projections, ce taux constitue probablement un maximum. L'inflation devrait en effet reculer au cours des prochains mois, un reflux qui se ferait en deux étapes. La décélération serait encore fort graduelle au premier semestre lorsque les taux d'inflation seront encore influencés par la hausse du prix du pétrole, mais elle devrait s'accélérer au deuxième semestre lorsque cet effet de base s'estompera graduellement. En moyenne, l'inflation demeurerait supérieure à 2% sur l'horizon de prévision et la décélération de l'inflation globale, de 2,5% à 2,2%, ne serait attribuable qu'à une moindre contribution de la composante énergie (voir graphique). Contrairement à l'IPCH excluant l'énergie, l'IPCN excluant l'énergie connaîtrait notamment une légère accélération en 2006, basée sur une inflation plus élevée des prix des services. La différence de profil entre les versions nationales et harmonisées de l'indice des prix à la consommation excluant l'énergie provient intégralement des différences de pondérations. Alors que le tabac, compte tenu de sa pondération, génère un impact important sur le profil de l'IPCH, tel n'est pas le cas pour l'IPCN. Le profil de l'IPCN est davantage dominé par les biens industriels non-énergétiques et les services. Par ricochet, l'absence d'une mesure fiscale sur le tabac en 2006, qui est à la base de la décélération projetée de l'IPCH excluant l'énergie, a moins d'impact à la baisse dans les projections de l'IPCN excluant l'énergie.

Etant donné l'absence d'une hausse de fiscalité sur le tabac, l'impact des mesures gouvernementales à l'inflation globale devrait baisser en 2006 par rapport aux années précédentes. L'impact projeté d'une contribution de l'ordre de 0,3pp à la progression de l'IPCN en 2006 proviendrait alors presque exclusivement des prix administrés. Bien que le détail de mesures administratives avec effet sur les prix à la consommation, que ce soit en provenance du gouvernement central, de la sécurité sociale ou des communes ne soit pas encore entièrement connu, il est possible que l'impact via les prix administrés s'accélère en 2006 par rapport à 2005.

Tableau 6 Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

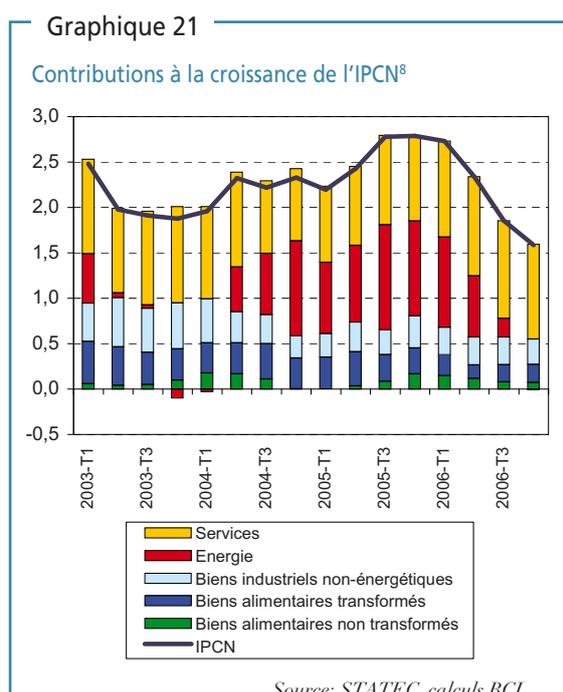
	2004	2005	2006	2005-2 ^e sem.	2006-1 ^{er} sem.	2006-2 ^e sem.
IPCN	2,2	2,5 (0,1)	2,2	2,7 (0,2)	2,6 (0,2)	1,8
IPCN hors énergie	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
IPCH	3,2	3,8 (0,1)	2,4	4,2 (0,3)	3,3 (-0,3)	1,4
IPCH énergie	11,8	15,3 (1,0)	6,1	18 (2,0)	12,9 (0,1)	0,1
IPCH hors énergie	2,5	2,4 (-)	1,8	2,4 (0,1)	2 (-0,3)	1,6
Impact des mesures gouvernementales ⁷ sur l'IPCN, en pp	0,6	0,4 (-)	0,3	-	-	-
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,5	1,3 (-)	0,5	-	-	-

Source: BCL

En raison des révisions apportées aux prévisions d'inflation, la prochaine indexation automatique des salaires surviendrait plus tard qu'initialement escompté. Elle est maintenant prévue pour le tournant de l'année 2006/2007.

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Les données relatives au deuxième trimestre 2005 témoignent d'une baisse des prix à la production industrielle. Ce recul trimestriel de 0,9% intervient néanmoins après une progression très prononcée des prix au cours des cinq trimestres précédents et ne constitue par conséquent qu'un léger mouvement de correction. Sur base annuelle, la progression des prix au cours des huit premiers mois de l'année s'affiche à 9,5%, une évolution qui résulte essentiellement d'un effet de base favorable, en l'occurrence de la progression des prix au courant de l'année 2004. Pour rappel, en 2004 la progression des prix a été la plus importante sur les 15 dernières années et elle a nettement excédé le taux correspondant relevé dans la zone euro. La stabilisation du taux de change dollar/euro autour de 1,30\$/€ et une progression du prix moyen du pétrole de 47,7\$/bl au premier trimestre 2005 à 51,7\$/bl au deuxième trimestre 2005 ne plaident en principe pas pour une baisse des prix de vente de produits industriels. Ce paradoxe apparent pourrait s'expliquer par un moindre dynamisme de la demande, en particulier de la demande émanant de l'Asie du Sud-est, qui a vraisemblablement freiné la progression des prix. Selon les données disponibles, le recul des prix serait imputable à la baisse des prix des biens intermédiaires et des biens d'équipement. Parmi ces types de biens, les prix des produits sidérurgiques se seraient singularisés par une baisse trimestrielle très marquée, de l'ordre de 6%, en réponse sans doute à l'affaiblissement de la demande précitée. Par ailleurs, dans un contexte conjoncturel relativement fragile associé à une baisse des prix des biens



7 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.

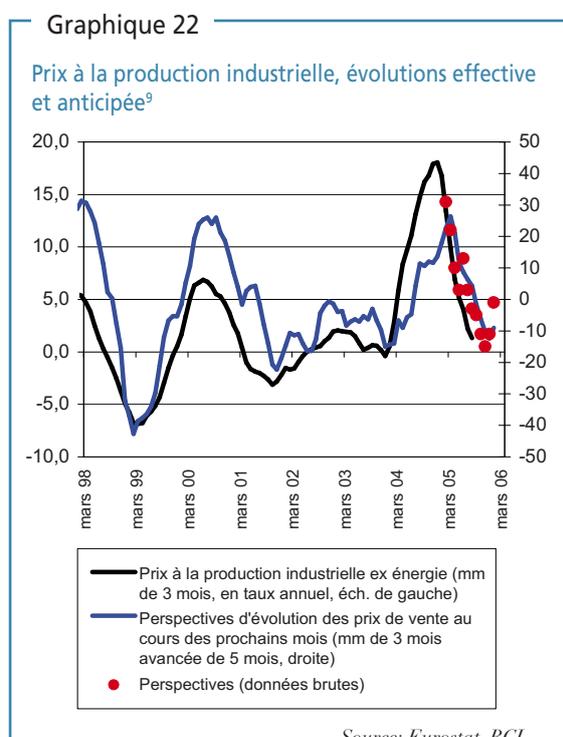
8 Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

intermédiaires et des biens d'équipement, il est surprenant d'observer une progression trimestrielle de l'ordre de 1,2% des prix des biens de consommation.

Tableau 7 Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	Paris	2003	2004	2005 - 8 mois	2004-T4	2005-T1	2005-T2
Ensemble des produits industriels	1000	1,2	9,0	9,5	3,0	1,0	-0,9
Biens intermédiaires	675,9	0,8	12,8	12,1	4,2	1,1	-1,4
Biens d'équipement	109,9	0,7	5,6	3,5	3,0	-1,1	-2,6
Biens de consommation	136,3	1,7	0,0	1,3	-0,1	-0,1	1,2
Biens énergétiques	77,9	4,6	5,6	10,9	2,6	2,6	2,5

Source: STATEC



Le profil de la hausse annuelle des prix s'est affichée en décélération depuis la fin 2004 (voir graphique), une évolution que laissent d'ailleurs augurer les enquêtes de conjoncture harmonisées. Cependant, le recul effectif des taux de variation annuels est survenu à un stade légèrement plus avancé que ne le suggérait

la corrélation historique entre les enquêtes de conjoncture et les enquêtes statistiques. Par contre, plus récemment, il semble que l'indicateur relatif aux perspectives de l'évolution des prix ait connu un revirement de tendance. Selon les données disponibles, l'indicateur aurait connu un creux en août pour s'afficher en hausse lors des mois de septembre et octobre. Si cette tendance se confirme au cours des prochains mois, elle indiquerait qu'on pourrait écarter le scénario pessimiste d'une variation annuelle négative des prix. Le secteur de l'industrie aurait finalement su maintenir sa capacité à fixer les prix dans un contexte conjoncturel incertain et il semble qu'il ait même pu l'étendre lors du rebond conjoncturel qui a pu être observé au troisième trimestre dans la zone euro.

1.2.2 La comptabilité nationale

L'estimation des comptes nationaux pour l'année 2004 telle que calculée sur base de la comptabilité trimestrielle publiée en juillet 2005, dresse le tableau d'une consolidation de la conjoncture: la croissance annuelle du PIB est estimée à 4,5% après 2,9% en 2003. Selon l'estimation préliminaire pour le premier trimestre de 2005, le rythme de progression de l'activité économique s'est essoufflé: 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 doit être placée 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.

⁹ L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

Plus en détail, l'analyse des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses révèle que 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 privée et du recul de l'investissement (de 2,9%). Les exportations nettes ont constitué le pilier de la croissance du PIB au cours du premier trimestre 2005. Le ralentissement de la croissance annuelle des exportations observé au cours du premier trimestre de 2005 (5,5% après 9,1% au cours du premier trimestre de 2004) s'est accompagné d'un fléchissement plus important encore des importations (3,5% après 8,9%). 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. En outre, il convient de souligner que la prochaine version des comptes nationaux qui n'est pas encore disponible pour l'heure va se baser sur une nouvelle méthodologie qui consistera en une évaluation différente de la marge d'intermédiation financière. De fait, la marge d'intermédiation financière ne sera plus retranchée globalement comme consommation intermédiaire mais constituera désormais une

dépense finale et, par conséquent, augmentera le niveau du PIB. Il existe de par cette nouvelle évaluation un halo d'incertitude concernant l'amplitude des révisions qui affecteront les taux de variation du PIB de 1995 à 2004. Dans ce cadre, il est aussi important de souligner que les projections macroéconomiques pour le Luxembourg se basent sur la version actuelle de la comptabilité nationale qui n'est pas calculée avec cette nouvelle méthodologie.

1.2.3 L'industrie

Dans le sillage d'une conjoncture internationale favorable, le secteur de l'industrie au Luxembourg a connu en 2004 une performance d'une part supérieure à celle observée dans la zone euro et d'autre part parmi les meilleures des dix dernières années. Ce dynamisme s'est également manifesté en 2005. Sur base de données relatives à la production du mois, la production industrielle aurait augmenté de l'ordre de 5% au cours des huit premiers mois de l'année. Ajustées pour les jours ouvrables, on connaîtrait même une accélération de l'activité économique en 2005 par rapport à l'année précédente. Cette évolution positive résulte en particulier du dynamisme du secteur de l'énergie, qui a vu le développement de nouvelles activités. La branche des biens d'équipement a également connu une progression supérieure à 10% et ceci pour la deuxième année consécutive. Seuls les biens intermédiaires ont affiché un recul annuel de la production par jour ouvrable en raison, probablement, du ralentissement de l'économie mondiale après le dynamisme exceptionnel observé en 2004.

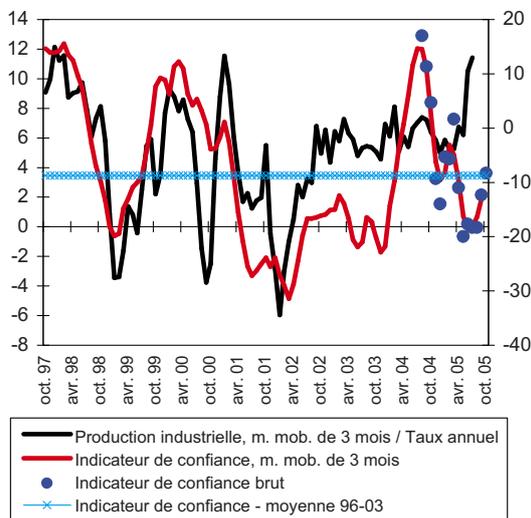
Tableau 8 Production par jour ouvrable dans l'industrie (en taux de variation annuel)

	2003	2004	2005-8 mois	2004-T3	2004-T4	2005-T1	2005-T2
Chiffre d'affaires	3,2	20,4	-0,7	23,1	21,5	1,5	-4,0
Production du mois	4,9	7,6	4,8	7,7	5,8	3,5	3,4
Production par jour ouvrable	5,4	6,7	8,1	7,4	5,8	5,3	6,2
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	6,6	8,0	9,8	8,9	6,6	7,8	8,9
Biens intermédiaires (ppjo)	4,7	6,0	-2,0	6,3	3,5	-4,2	-5,1
Biens d'équipement (ppjo)	-0,5	13,2	13,5	9,2	11,6	6,7	10,5
Energie (ppjo)	13,4	14,2	37,0	28,4	7,3	27,7	47,8

Source: STATEC

Graphique 23

Indicateur de confiance et production industrielle¹⁰



Source: STATEC, calculs BCL

Des révisions récentes apportées aux données de la production industrielle par jour ouvrable ont considérablement réduit la corrélation qu'on a pu observer entre les indicateurs issus d'une part des enquêtes de conjoncture et d'autre part des enquêtes statistiques. En effet, les enquêtes de conjoncture ne présenteraient désormais plus guère une information fiable pour détecter, à un stade précoce, les revirements cycliques de la production industrielle. Alors que les enquêtes de conjoncture indiquaient un affaiblissement conjoncturel dans l'industrie au deuxième trimestre 2005 – l'indicateur de confiance ayant notamment chuté en dessous de sa moyenne historique – la variation annuelle de la production industrielle a paradoxalement connu une véritable envolée pour atteindre des niveaux qui se comparent favorablement aux sommets conjoncturels recensés aux débuts des années 1998 et 2001.

Parmi les éléments qui peuvent être à l'origine de l'affaiblissement du lien entre les deux enquêtes, il faut surtout y noter le traitement asymétrique du secteur de l'énergie. En effet, la production de la branche de l'énergie est recensée dans les enquêtes statistiques et est donc intégrée dans le calcul de la production du secteur industriel dans son ensemble. Par contre, l'opinion des chefs d'entreprises de cette branche n'est pas

recensée dans les enquêtes de conjoncture et n'entre donc forcément pas dans le calcul de l'indicateur de confiance. Etant donné que la branche de l'énergie a connu un développement exceptionnel au cours des dernières années, il se pourrait que le niveau de l'indicateur de confiance de l'industrie dans son ensemble se trouve biaisé à la baisse par rapport aux développements de la production industrielle (ou vice versa).

Plus récemment, l'indicateur de confiance a connu un revirement de tendance. Après avoir connu un creux en mai, il s'est stabilisé lors des mois suivants pour progresser considérablement en septembre et en octobre. L'indicateur de confiance s'est ainsi rapproché rapidement de sa moyenne historique, une amélioration qui reflète vraisemblablement l'amélioration de la situation conjoncturelle dans la zone euro.

1.2.4 La construction

L'évolution conjoncturelle dans la construction contraste nettement avec les développements dans l'industrie. Au cours des huit premiers mois de l'année 2005, le chiffre d'affaires ainsi que la production par jour ouvrable accusent une baisse de respectivement 1,6% et 2,8% par rapport au niveau d'activité observé un an plus tôt. Au niveau des branches, la dégradation est particulièrement sensible dans le génie civil pour lequel la baisse de la production était de l'ordre de 13% sur les 8 premiers mois. Dans la branche du bâtiment, l'évolution de l'indicateur de la production indique une stabilisation du niveau de l'activité économique par rapport à la même période l'année précédente. D'autres indicateurs à court terme semblent cependant dessiner un avenir plus prometteur pour cette branche. Ainsi, les autorisations de bâtir relatives aux logements ont affiché une hausse annuelle de 35% sur les 8 premiers mois de 2005 qui se situent ainsi à un niveau largement supérieur à la moyenne observée au cours des six années précédentes. Associée à des taux hypothécaires stables et à un bas niveau, une telle évolution semble être de bon augure pour l'activité dans la construction tant pour la fin de l'année 2005 qu'au-delà. Les crédits au logement accordés à des résidents ont de plus connu une accélération au courant de l'année 2005. Le montant a en effet progressé de 18,2% au cours des trois premiers trimestres par rapport à la même période de l'année précédente, alors que la progression moyenne s'est limitée à 5,7% en 2004.

¹⁰ Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

Tableau 9 Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2003	2004	2005-8 mois	T4-04	T1-05	T2-05	T3-05
Chiffre d'affaires - Total	6,6	-1,6	-1,6	-9,1	-5,2	1,9	
Production par jour ouvrable -Total	1,2	-1,2	-2,8	-4,9	-6,2	-0,3	
Production par jour ouvrable -Bâtiment	0,6	2,9	-0,1	0,2	-2,4	1,5	
Production par jour ouvrable -Génie civil	2,7	-14,3	-13,1	-22,2	-22,7	-6,2	
Permis de bâtir ¹¹	11,5	18,2	35,3	-17,6	37,9	34,8	
Crédits au logement ¹²	24,6	5,7		0,6	15,6	16,5	22,5
Taux hypothécaires	3,8	3,4	3,5	3,4	3,4	3,5	3,5

Source: STATEC, BCL

1.2.5 Le commerce et les autres secteurs

Si l'évolution positive de l'activité économique observée dans le commerce en 2004 s'est poursuivie en moyenne au premier semestre de l'année 2005, les différentes branches se caractérisent pourtant par des développements hétérogènes. Ainsi, le chiffre d'affaires dans le commerce de détail est certes en hausse, mais la croissance de 2% est inférieure à l'augmentation des prix à la consommation, l'effet volume étant par conséquent négatif. Par contre, le commerce de gros affiche avec une progression moyenne de 7,1% de son chiffre d'affaires au premier semestre une accélération par rap-

port à l'année 2004. De même, l'Horesca se caractérise par une nette amélioration de ses activités, de sorte qu'après deux années consécutives de baisse du chiffre d'affaires, le secteur semble renouer avec la croissance. Ce regain d'activité pourrait cependant n'être que le reflet des retombées positives liées à la présidence de l'Union Européenne assumée par le Luxembourg au premier semestre de 2005. S'il en était ainsi, l'amélioration du niveau d'activité dans l'Horesca serait forcément de courte durée. Les immatriculations de voitures semblent pour leur part se stabiliser au niveau de 2004, ce qui constitue une évolution favorable en regard de la performance exceptionnelle enregistrée en 2004.

Tableau 10 Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures (en taux de variation annuel)

	2003	2004	2005 - 6 mois	2004-T4	2005-T1	2005-T2	2005-T3
Immatriculations de voitures	0,2	10,0	0,6	13,8	4,8	-3,5	5,7
Commerce de gros	14,8	4,6	7,1	4,6	7,6	6,7	
Commerce de détail	5,1	3,3	2,1	2,2	2,2	2,1	
Hôtels et restaurants	-4,8	0,9	5,9	0,9	5,1	6,7	

Source: STATEC

1.2.6 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs

La moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs sur la période septembre-novembre 2005 s'est établie à -0,4, contre +0,4 pour la période juin-août 2005¹³. Les évolutions récentes mettent en évidence une poursuite de la tendance à la baisse observée pour l'indicateur de confiance des consommateurs depuis le début 2005. A noter que la

confiance des consommateurs est demeurée relativement faible depuis le troisième trimestre 2002.

La détérioration continue de la confiance depuis le début de l'année 2005 est surtout liée à l'évolution nettement défavorable des anticipations des consommateurs en ce qui concerne la situation économique générale. Les anticipations relatives à la situation financière des ménages ont également contribué, bien que de manière moins prononcée, au recul de l'indicateur de confiance. Dans

¹¹ Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles)

¹² Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs)

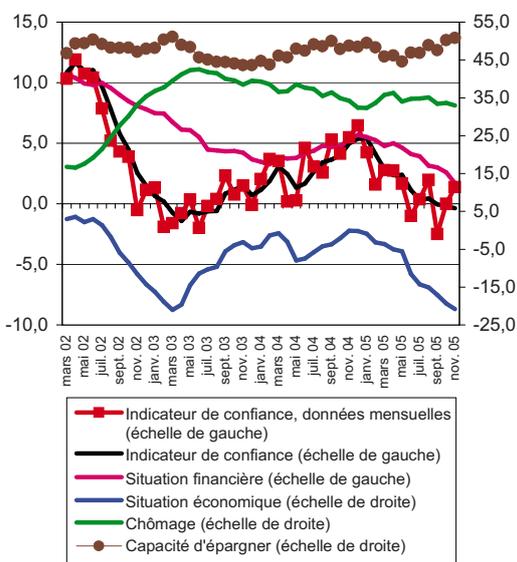
¹³ Les données ont été corrigées des variations saisonnières par TRAMO-SEATS.

ce contexte, il est intéressant de constater que les anticipations relatives au chômage et à la capacité d'épargner sont restées relativement stables.

L'indicateur de confiance non lissé par le truchement de moyennes mobiles sur trois mois a été nettement plus volatil au cours des derniers mois, comme en témoigne un recul d'une valeur de 2 en août à -2,5 en septembre 2005 et le rebond ultérieur de l'indicateur à 0 et à 1,4 en octobre et novembre 2005, respectivement.

Graphique 24

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes (moyennes mobiles sur trois mois sauf indication contraire, données corrigées des variations saisonnières)

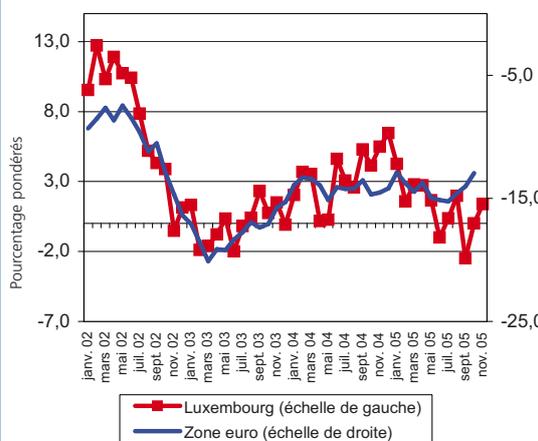


Le graphique suivant illustre que l'indicateur de confiance du Luxembourg et de la zone euro ont tendance à évoluer en parallèle, comme en témoigne aussi un coefficient de corrélation de 0,86 calculé sur la période janvier 2002 à octobre 2005. Il convient néanmoins de noter que l'indicateur de confiance du Luxembourg est nettement plus volatil que celui de la zone euro. Les quatre composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs luxembourgeois et de celui de la zone euro sont également assez bien corrélées, à l'exception de la capacité à épargner. Cependant, en ce qui concerne les

évolutions des deux indicateurs de confiance observées depuis le début de l'année 2005, on note que l'indicateur du Luxembourg fait état d'une tendance fondamentalement baissière malgré un rebond en octobre et novembre 2005, alors que celui relatif à la zone euro s'est inscrit sur une trajectoire légèrement ascendante.

Graphique 25

Indicateur de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)



1.2.7 Le marché du travail

1.2.7.1 L'emploi

Contrastant dans une certaine mesure avec l'accélération observée tout au long de 2004, la progression annuelle de l'emploi semble être restée globalement stable au cours des dix premiers mois de 2005.

Les données définitives pour les sept premiers mois de 2005, ainsi que les estimations disponibles de août à octobre 2005 indiquent une croissance de l'emploi autour d'un rythme de progression de 3,1% amenant l'emploi total à 314 872 personnes en octobre 2005. Ce repositionnement de la progression de l'emploi sur un sentier de croissance stabilisé répond certes au redémarrage de l'activité économique entamé depuis 2002 mais la prudence demeure concernant l'amplitude réelle de cette évolution. En effet, l'existence d'un phénomène d'inscriptions de travailleurs «fictifs» renforcerait artificiellement la croissance de l'emploi au cours des derniers mois¹⁴.

14 Certains employeurs étrangers inscriraient frauduleusement leurs salariés auprès de l'IGSS en vue de bénéficier du régime fiscal luxembourgeois sur la taxation du travail. Plus encore, un nombre indéterminé de personnes à la recherche d'un emploi répertoriées auprès de l'ADEM et bénéficiaires d'une mesure spéciale pour l'emploi seraient aussi inscrites dans les statistiques officielles de l'emploi.

Tableau 11 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 «strict» ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage «large»
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,6%	2,6%	3,7%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,6%	2,5%	3,7%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,9%	2,9%	4,2%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,5	2,3	3,7%	3,7%	5,2%
2004	2,6	1,9	2,5	4,7	1,7	1,8	4,2%	4,2%	5,8%
2004 T1	2,0	0,4	1,9	3,9	0,7	1,4	4,3%	4,1%	5,8%
2004 T2	2,6	1,8	2,6	4,7	1,3	1,8	4,0%	4,2%	5,6%
2004 T3	2,8	2,6	2,8	4,9	1,6	2,0	4,1%	4,2%	5,6%
2004 T4	2,9	3,0	2,9	5,2	1,6	2,0	4,4%	4,3%	6,1%
2005 T1	3,2	3,2	3,2	5,8	1,6	2,0	4,7%	4,4%	6,3%
2005 T2	3,0	3,2	3,1	5,5	1,6	2,1	4,5%	4,6%	6,1%
2005 T3	3,1	2,8	3,0	5,6	1,4	2,0	4,6%	4,8%	6,1%
juil-05	3,0	2,9	3,0	5,6	1,4	1,9	4,5%	4,7%	6,0%
août-05	3,1	2,8	3,1	5,6	1,6	2,1	4,5%	4,8%	6,1%
sept-05	3,0	2,7	3,0	5,6	1,4	2,0	4,7%	4,8%	6,3%
oct-05	3,1	2,6	3,0	5,9	1,3	1,9	4,8%	4,8%	6,5%

* Les données concernant l'emploi d'août à octobre 2005 sont des estimations.

Source: IGSS, STATEC, calculs BCL

L'économie luxembourgeoise a créé un nombre notable d'emplois tout au long des premiers mois de 2005. La décomposition sectorielle de la croissance annuelle de l'emploi¹⁵ révèle que ce décollage trouve principalement sa source dans le secteur des «Activités immobilières, locations et services aux entreprises» (1,0 point de pourcentage sur les 3,1% de croissance moyenne observée, soit près d'un emploi sur trois créés). Viennent ensuite les secteurs des «Administrations publiques, éducation, santé et autres activités de services» (0,9 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 de la croissance dans le secteur des «Activités financières» (0,3 point de pourcentage) alors que l'emploi dans le secteur de l'«Industrie et manufacture» ne progresse que lentement (0,1 point de pourcentage).

Ce sont les non-résidents, dont le nombre total dépasse désormais 120 000 personnes en octobre 2005 (120 689 plus précisément après 113 999 personnes douze mois

plus tôt) qui continuent à satisfaire la plus grande partie de ces emplois nouveaux. Soulignons que leur poids dans les créations d'emplois est demeuré quasiment stable tout au long des dix premiers mois de 2005 (respectivement 67,6% des nouveaux emplois et 37,0% de l'emploi total). La contrepartie de cette évolution est forcément l'inertie relative de la part des résidents dans les créations d'emplois au cours de l'horizon temporel sous revue. Dans ce contexte, l'emploi national a dépassé la barre des 200 000 personnes au mois de mars 2005 pour atteindre 202 814 personnes en octobre 2005, en augmentation de 1,3% par rapport à octobre 2004. La consolidation de la croissance de l'emploi autour de 3,1% qui se dessine depuis le début de l'année bénéficie donc davantage aux non-résidents lesquels continuent d'occuper l'essentiel des emplois créés, ce qui est pénalisant pour la situation sur le front du chômage.

Le rythme de croissance annuelle de l'emploi salarié s'est aussi stabilisé autour de 3,1% au cours des dix premiers mois de 2005. Dès lors, cet agrégat de l'emploi s'est établi à 293 825 personnes en octobre 2005.

15 Les données concernant la décomposition sectorielle de la croissance de l'emploi fournies par l'IGSS ne sont disponibles que pour les six premiers mois de 2005.

Du côté de l'emploi indépendant, il est intéressant de souligner que son accélération remarquable observée depuis 2004 au Luxembourg ne serait pas, pour l'essentiel, de source conjoncturelle. De fait, ce redressement a été causé par l'intégration progressive de travailleurs indépendants qui n'ont jamais été comptabilisés dans les statistiques de l'emploi par le passé. Il s'agit donc d'un effet de niveau lié à une meilleure couverture statistique de ces travailleurs.

En dépit du fait que le travail intérimaire ne représente que 2,6% de l'emploi total au Luxembourg au cours de 2004¹⁶, il n'en demeure pas moins intéressant à observer car il fait office d'indicateur avancé des évolutions sur le marché de l'emploi. En effet, le recul du nombre de travailleurs intérimaires, de contrats de missions ainsi que le ralentissement de la progression du nombre d'entreprises ayant recours au travail intérimaire observés dès le début de l'année 2001 et jusqu'en 2003 sont des évolutions qui témoignent de ce rôle. Tout au long de l'année 2004, le rythme des créations d'emplois a emprunté un sentier de croissance consolidé dans le sillage de la reprise soutenue de la croissance de l'emploi intérimaire (10,4%), de l'accélération vigoureuse de la progression du nombre d'entreprises employant des travailleurs intérimaires (11,6%), et du décollage du nombre de contrats offerts par ces entreprises (14,8%) (après 8,4% 3,5% et 13,2% l'année précédente). Les premières données disponibles concernant le travail intérimaire pour les mois de janvier et de février 2005 mettent en lumière une poursuite de la croissance de ces indicateurs avancés.

La reprise de la conjoncture observée depuis 2002 a continué à stimuler l'évolution des principaux agrégats de l'emploi au cours des premiers mois de 2005. De fait, les trajectoires respectives des indicateurs de l'emploi ont suivi dans la foulée de ce redressement de la conjoncture un rythme de croisière relativement soutenu en comparaison avec les autres pays membres de la zone euro. Cependant, ce redémarrage est relativement modeste à l'aune des évolutions passées, ces agrégats n'ayant pas renoué avec les taux de croissance particulièrement robustes observés avant 2001 ce qui se répercute sur l'évolution à la hausse du taux de chômage moyen au cours des dix premiers mois de 2005.

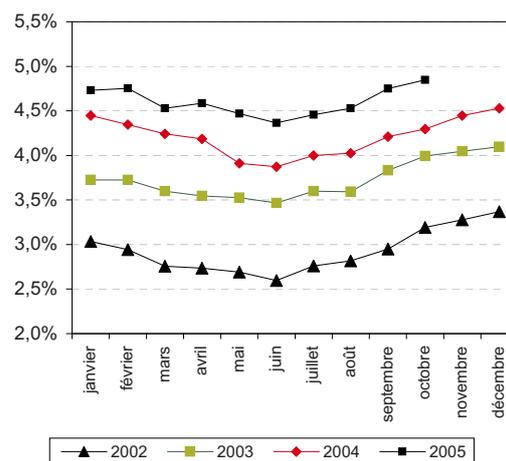
1.2.7.2 Le chômage

En dépit de la décélération de la croissance annuelle du nombre de demandeurs d'emplois au cours des dix

premiers mois de cette année (10,9% après 13,5% l'année précédente), toutes les valeurs mensuelles observées au cours de cette période sous revue (9 701 personnes en moyenne) ont été supérieures aux valeurs respectives de l'année précédente (8 585 chômeurs en moyenne). Dès lors, le nombre de chômeurs a franchi la barre des 10 000 personnes pour atteindre plus précisément 10 324 chômeurs en octobre 2005. Dans ce contexte le taux de chômage «strict» s'est établi à 4,8% en octobre 2005 après 4,3% douze mois plus tôt. Sur base «désaisonnalisée», une hausse du taux de chômage s'est aussi manifestée au cours des premiers mois de 2005 (partant de 4,4% en janvier, il a gravi jusqu'à 4,8% en octobre).

Graphique 26

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



Source: IGSS, STATEC

Les hommes continuent d'être majoritairement touchés par le chômage. Ils ont représenté en moyenne 55,4% de l'effectif total au cours des dix premiers mois de 2005.

Tout comme l'année précédente, la ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âges révèle que les individus âgés de 31 à 40 ans continuent de représenter plus d'un quart des personnes inscrites à l'Administration de l'emploi (ADEM) (26,4% plus précisément). Sur le front de la durée du chômage, on observe depuis le début de l'année 2003 une hausse graduelle du

16 Les données concernant le travail intérimaire ne sont disponibles que jusqu'en février 2005.

chômage de longue durée – c'est-à-dire des personnes inscrites depuis plus de 12 mois à l'ADEM – laquelle comprend désormais le contingent de chômeurs le plus important (près d'un chômeur sur trois en moyenne au cours des dix premiers mois de 2005). En outre, au cours de cette période sous revue, la hausse la plus importante du nombre de chômeurs a touché les individus enregistrés depuis plus de 12 mois (15,8% en glissement annuel).

Le taux de chômage au sens «large», qui englobe les chômeurs occupés dans le cadre d'une mesure de mise au travail ou de formation s'est aussi établi au cours des dix premiers mois de 2005 à un niveau supérieur à celui de l'année précédente. Ce taux de chômage affiche désormais 6,5% en octobre, ce qui représente 13 743 personnes (après 5,9% soit 12 388 personnes en octobre 2004). Cette évolution est à la fois attribuable à la hausse annuelle de la composante «stricte», ainsi qu'à l'augmentation du nombre de mesures spéciales pour l'emploi. De fait, ces mesures ont touché 3 419 personnes en octobre 2005 (après 3 397 unités douze mois plus tôt). A noter que les mesures pour l'emploi ont enregistré depuis la fin du premier trimestre de 2005 une décélération de leur croissance en glissement annuel, ce qui tend à réduire leur contribution à la hausse du taux de chômage au sens «large».

Dans ce contexte de chômage croissant, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) a pourtant poursuivi son ascension au cours des premiers mois de

2005 (15,6% en moyenne en glissement annuel) dans le sillage de la progression observée tout au long de 2004. De fait, 1 195 emplois ont été offerts chaque mois en moyenne au cours des dix premiers mois de 2005 (après 1 042 postes l'année précédente à la même période). De manière plus détaillée, on observe que plus de la moitié des postes vacants se situent dans les secteurs/métiers des «Employés de bureau» et des «Professions libérales, techniciens et assimilés». Le ratio des OENS aux DENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre la demande de travail (qui est aussi adressée aux étrangers) et l'offre de travail nationale inoccupée. Les données disponibles de janvier à octobre de 2005 affichent une stabilisation de la situation concernant le ratio entre l'offre et la demande de travail (soit en moyenne un poste offert pour 8 candidats potentiels inscrits à l'ADEM au cours des dix premiers mois de 2005, de même que pour l'année précédente à la même période). L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation demeure la plus substantielle: «Travailleurs des transports» (1/28), «Vendeurs» (1/25) et «Autres services» (un emploi offert pour 15 chômeurs potentiellement intéressés). Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail au cours de la période sous revue sont ceux des «Employés de bureau» (une proposition d'emploi pour 3 demandes potentielles), des «Professions libérales, techniciens et assimilés» (1/4) et des «Directeurs et cadres administratifs supérieurs» (1/7).

La loi d'Okun revisitée au Luxembourg

Un encadré dans le rapport annuel BCL 2004¹⁷ estimait le taux de croissance nécessaire à la stabilisation du taux de chômage sur base de données annuelles. La conclusion (un taux de croissance entre 5,7% et 7,3%) était relativisée par le fait que 20% des observations annuelles n'était pas conforme à cette loi d'Okun. Le présent encadré répète cette analyse avec des données trimestrielles sur la période s'étalant du premier trimestre 1985 au premier trimestre de 2005¹⁸. Cette relation est estimée via la méthode des moindres carrés ordinaires en intégrant des retards supplémentaires en vue de tenir compte d'éventuels coûts d'ajustement et autres rigidités¹⁹. Le nombre de retards est choisi à l'aide du critère d'information de Schwarz, tout en s'assurant que le LM-test ne détecte pas la présence d'autocorrélation des résidus, possible source de biais. Par voie de conséquence, le nombre de retards considéré est de 13. En rajoutant le coefficient sur la croissance contemporaine, la relation d'Okun peut s'écrire comme suit avec n=13

$$\Delta U_t = a_0 + \sum_{i=0}^n a_{i+1} \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

17 Quel est le taux de croissance nécessaire à la stabilisation du taux de chômage au Luxembourg ?; BCL; Rapport annuel 2004, page 43 à 46.

18 Pour les années de 1985 à 1994, les données relatives au PIB résultent d'une interpolation. Le taux de chômage est issu de la définition au sens strict. Les deux variables ont été préalablement ajustées pour les variations saisonnières à l'aide du logiciel Tramo-Seats.

19 Cf. Schnabel G. (2002); Output trends and Okun's law; BIS Working Paper n°111.

où $\Delta U_t = U_t - U_{t-1}$ est la variation du taux de chômage entre la date t et la date t-1 et $\Delta Y_t = \log(Y_t) - \log(Y_{t-1})$ est la variation du logarithme du PIB à prix constants entre la date t et la date t-1. En posant: $0 = \Delta U_t = a_0 + \sum_{i=1}^n a_{i+1} \Delta Y_{t-i}$, il est possible de calculer le taux de croissance du PIB nécessaire pour que le taux de chômage reste inchangé ($-a_0 / \sum_{i=1}^n a_{i+1}$). Le tableau suivant présente les résultats d'estimation.

Tableau 12 Estimation de la relation entre chômage et croissance

R ²	0,585
R ² ajusté	0,473
F de Fisher	5,239
Statistique de Durbin-Watson	1,453
$-a_0 / \sum_{i=1}^n a_{i+1}$	1,6
Intervalle de confiance de : $-a_0 / \sum_{i=1}^n a_{i+1}$	[1,4 ; 1,9]

Source: ADEM, STATEC, calculs BCL

Il en résulte que le taux de croissance trimestriel nécessaire à la stabilisation du taux de chômage est de 1,6% au Luxembourg; c'est-à-dire un taux de croissance annuel de 6,6% qui se rapproche de la valeur trouvée avec des données annuelles. Ce chiffre est calculé par une fonction non-linéaire des coefficients estimés, et donc son intervalle de confiance peut être seulement approximé par la méthode delta. Avec les données trimestrielles, cet intervalle s'étend de 1,4% à 1,9%, ce qui correspond à des taux de croissance annuels de 5,8% à 7,8%. L'analyse à fréquence trimestrielle n'a que légèrement élargi l'intervalle de confiance tel qu'estimé à fréquence annuelle. Vu que les deux intervalles de confiance se chevauchent largement, la différence entre les estimateurs ponctuels n'est pas statistiquement significative.

Comme pour l'analyse qui utilise des données en fréquence annuelle, le tableau suivant répartit les observations selon que la croissance était supérieure ou inférieure à la valeur estimée et selon que le chômage a augmenté ou diminué.

Tableau 13 Répartition des observations pour le taux de chômage au sens strict du Luxembourg

	Y > 1,6	Y < 1,6
$\Delta U > 0$	7	28
$\Delta U < 0$	24	21

Source: ADEM, STATEC, calculs BCL

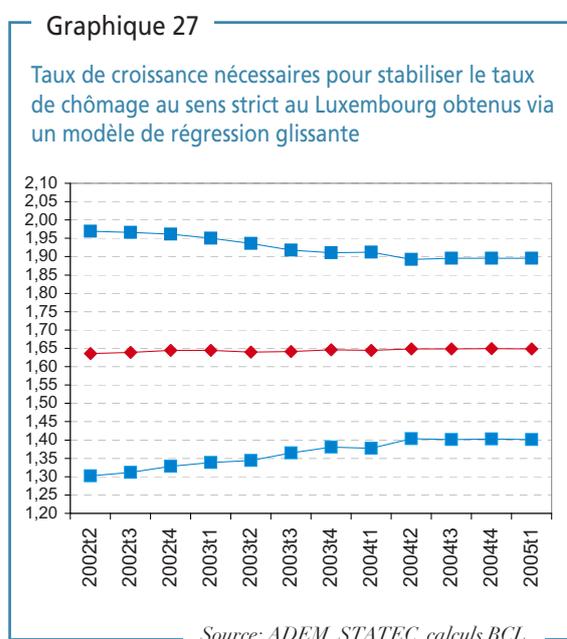
Il est intéressant de remarquer qu'une bonne partie des observations se situe dans les cases en haut à droite et en bas à gauche dans le tableau ci-dessus, c'est-à-dire qu'elles correspondent soit à une combinaison de croissance forte et diminution du chômage soit à une alliance de croissance faible et augmentation du chômage. Il en suit que 65% des observations sont conformes à la régularité empirique décrite par la loi d'Okun.

Cependant, les observations qui figurent dans les cases en haut à gauche et en bas à droite sont des observations «non-conformes» à la loi d'Okun: combinaison de croissance faible et diminution du chômage ou combinaison de croissance forte et augmentation du chômage. Ainsi, une croissance supérieure à 6,6% n'est pas une condition nécessaire pour baisser le taux de chômage parce que pour 26% des observations le chômage a baissé quand la croissance économique était inférieure à cette valeur. D'autre part, une croissance supérieure à 6,6% n'est pas une condition suffisante non plus, en raison du fait que pour 9% des observations le taux de chômage a augmenté même lorsque le taux de croissance était plus élevé que cette valeur.

Ces observations «non-conformes» représentent 35,0% des observations disponibles et dans des cas extrêmes ont pu biaiser les coefficients estimés et donc le paramètre calculé.

Selon une hypothèse évoquée lors de l'analyse avec données annuelles, la structure atypique du marché de l'emploi luxembourgeois pourrait expliquer la moindre «réactivité» du taux de chômage à la conjoncture au Luxembourg du fait de la contribution croissante de travailleurs frontaliers. Ceux-ci participent à la production et donc à l'évolution du PIB au Luxembourg, mais, lorsqu'ils perdent leur emploi, ils ne sont pas comptabilisés dans les statistiques du chômage, fragilisant la relation entre l'évolution du taux de chômage et celle du PIB.

Pour analyser un éventuel impact du nombre grandissant des travailleurs frontaliers, l'analyse a été répétée avec une régression glissante. Ce type de régression consiste à ré-estimer la relation avec un nombre d'observations prédéfini, en avançant cette «fenêtre» à travers l'échantillon d'une observation à chaque fois. Les résultats sont présentés sous forme d'un graphique décrivant le taux de croissance nécessaire pour stabiliser le taux de chômage pour chaque fenêtre de soixante-dix trimestres se terminant à la date indiquée en abscisse.



Les résultats obtenus montrent que le taux de croissance requis afin de stabiliser le taux de chômage a peu changé tout au long de la période sous revue. En effet, si l'on prend en considération la largeur des intervalles de confiance obtenus, les mouvements de la courbe centrale ne sont pas statistiquement significatifs. Donc, la régression glissante, même réalisée avec des données trimestrielles, ne peut pas identifier un impact sur la loi d'Okun du nombre grandissant des frontaliers. Plus encore, si l'on modifie le nombre d'observations dans la fenêtre glissante, la trajectoire empruntée par le taux de croissance nécessaire pour stabiliser le taux de chômage est fortement perturbée. Dès lors, l'étude avec des données trimestrielles n'apporte pas d'éléments nouveaux par rapport à l'analyse des données annuelles. Même à fréquence trimestrielle, la loi d'Okun paraît un outil peu adapté pour expliquer l'évolution du chômage au Luxembourg. Il est vraisemblable que ces limitations dérivent de l'hypothèse sous-jacente selon laquelle le taux de croissance potentiel ainsi que le taux de chômage structurel demeurent inchangés sur la période considérée. Des travaux sont en cours pour estimer la croissance potentielle et le chômage structurel dans un cadre qui leur permet de varier à travers le temps.

1.2.7.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS²⁰, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 3,3% au cours du premier semestre de 2005, en décélération par rapport à la même période de l'année précédente (3,5%).

La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que c'est la moindre contribution des

«autres composantes» (0,8pp après 1,0pp au cours du premier semestre de 2004) qui est à l'origine de cette timide modération, la contribution de l'indexation étant demeurée inchangée à hauteur de 2,5pp.

Les principaux faits qui risquent d'influer significativement sur l'évolution de cet indicateur de coûts salariaux dès la fin du troisième trimestre de l'année courante résultent d'une part du paiement de l'augmentation salariale négociée dans le secteur public²¹ et, d'autre part, de l'arrivée à échéance d'une tranche d'indexation le 1^{er} octobre 2005.

Tableau 14 *Décomposition de la croissance du coût salarial moyen par mois et par personne dans l'optique de l'indicateur de court terme de l'IGSS*

Années	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
1996	0,8	1,0	1,8
1997	2,3	0,6	2,9
1998	0,2	1,6	1,8
1999	1,0	1,9	3,0
2000	2,7	1,7	4,4
2001	3,1	2,3	5,5
2002	2,1	1,0	3,1
2003	2,1	1,2	3,2
2004	2,1	1,0	3,1
Trimestres			
2004T1	2,5	1,0	3,5
2004T2	2,5	1,0	3,5
2004T3	0,8	0,9	1,7
2004T4	2,5	1,1	3,6
2005T1	2,5	0,6	3,1
2005T2	2,5	1,0	3,5
Mois			
200501	2,5	1,1	3,6
200502	2,5	0,3	2,8
200503	2,5	0,6	3,1
200504	2,5	1,5	4,0
200505	2,5	-0,6	1,9
200506	2,5	2,1	4,6

Source: IGSS

20 IGSS: Inspection Générale de la Sécurité Sociale

21 En effet, l'accord salarial intervenu dans la fonction publique le 31 mai 2005 est rétroactif à partir du premier janvier 2005 et a été versé aux agents concernés en septembre de l'année en cours. Cette nouvelle convention collective octroie une augmentation linéaire des traitements de 1,0% au premier janvier de 2005 et de 0,8% au premier janvier de 2006.

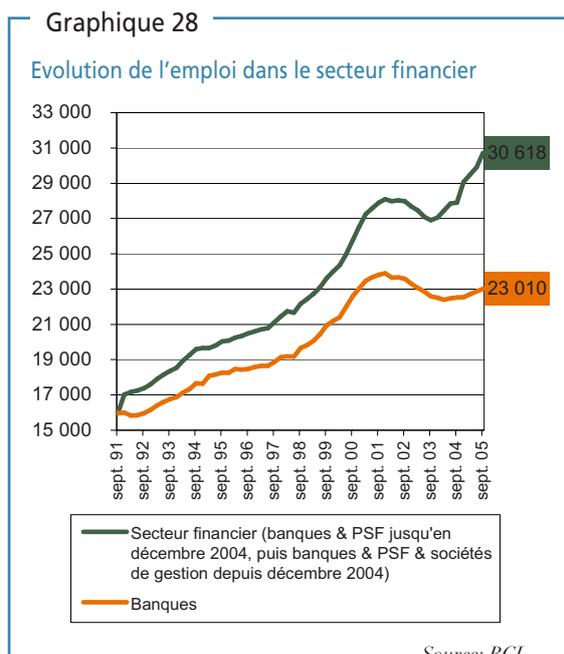
1.2.8 Le secteur financier

1.2.8.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Au 30 septembre 2005, le secteur financier occupe 30 618 emplois, soit le dixième de l'emploi intérieur total. Ce chiffre est en hausse de 711 emplois (2,41%) par rapport au 30 juin 2005.

Rappelons que l'analyse de l'emploi doit être effectuée à la lumière de deux considérations importantes:

- A compter de décembre 2004, le secteur financier a été élargi aux sociétés de gestion (chapitre 13 de la loi du 20 décembre 2002). Depuis cette date, le nombre des sociétés de gestion reprises sur la liste officielle de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) a fortement évolué. Cet élargissement de la population recensée se répercute sur l'effectif du secteur financier.
- De plus, des entités appartenant aux divers sous-secteurs composant le secteur financier changent de statut et sont dès lors recensées dans un autre sous-secteur. Ainsi, par exemple, des établissements de crédit sont transformés en professionnels du secteur financier ou inversement. Bien que ces mouvements entre sous-secteurs n'aient pas d'impact au niveau de l'analyse de l'emploi du secteur financier dans son ensemble, ils rendent difficile l'analyse de l'emploi dans les divers sous-secteurs.



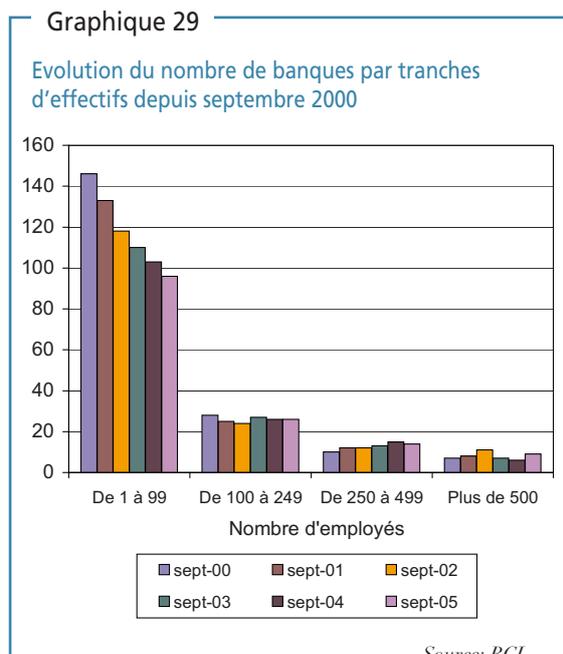
La situation dans le secteur bancaire

L'effectif du secteur bancaire s'est établi à 23 007 emplois au 30 septembre 2005, contre 22 870 au 30 juin 2005, soit une augmentation de 137 emplois. La création nette d'emplois dans le secteur bancaire a progressé de façon continue dès juin 2004, avec une accélération au début de l'année 2005. Toutefois, il convient de noter que la fusion entre le Crédit Lyonnais Luxembourg SA et le Crédit Agricole Luxembourg d'une part et la fermeture de la Lampebank International SA d'autre part, se sont traduites par des pertes nettes respectives de 19 et 26 emplois au troisième trimestre 2005. La reprise de la création nette d'emplois dans le secteur bancaire témoigne d'une amélioration générale au sein du secteur financier qui se répercute sur le volume des activités des banques, mesuré par la somme des bilans, ainsi que sur le volume des actifs nets gérés par les fonds d'investissements luxembourgeois. Ainsi, l'augmentation au cours des neuf premiers mois de 2005 de 28,7% des actifs nets des fonds luxembourgeois, pour lesquels les banques de la place tiennent un rôle de banque dépositaire et/ou d'administration centrale, se répercute favorablement sur l'effectif des banques. L'importance de l'apport de cette croissance doit toutefois être relativisée par le fait que de nombreuses banques de la place ont réalisé une externalisation de ce type d'activités.

Bien que le ralentissement des créations nettes d'emplois sur base trimestrielle (0,61% entre juin et septembre contre 0,70% entre mars et juin) incite à la prudence, les bons résultats des banques en 2005, ainsi que les perspectives économiques encourageantes, qui se traduisent par un regain de confiance des investisseurs, tendent à confirmer la solidité du cycle de création nette d'emplois. Toutefois, l'évolution globale positive ne peut cacher des évolutions opposées dans certains établissements. Ainsi, récemment, une banque japonaise vient de signer un accord pour le licenciement de 25 personnes.

Le mouvement de concentration de la place financière a été particulièrement fort au cours des cinq dernières années, faisant passer le nombre de banques de 206 au 30 septembre 2000 à 157 au 30 septembre 2005. Du point de vue des effectifs, ce mouvement a surtout touché les entités les plus modestes. Ainsi, comme le montre le graphique ci-dessous, le nombre de banques dont l'effectif est compris entre un et 99 employés a diminué de 34% entre septembre 2000 et septembre 2005. Ce constat n'est pas surprenant dans la mesure où certaines banques étrangères disposaient ou continuent de disposer de plusieurs filiales et/ou succursales

de petite taille au Luxembourg et que celles-ci peuvent facilement faire l'objet d'une rationalisation. Dans ce contexte, il convient de souligner que l'effectif moyen par banque est passé de 110 au 30 septembre 2000 à 147 au 30 septembre 2005.



La situation dans le secteur des PSF et des sociétés de gestion

Au 30 septembre 2005, le secteur des PSF regroupe 6 268 emplois, soit une progression de 175 emplois par rapport au 30 juin 2005. Cette hausse de 2,87%

en valeur relative reste toutefois modeste au regard de celle de 42,57% observée dans le secteur des sociétés de gestion. Ces dernières regroupent 1 343 emplois au 30 septembre 2005, contre 942 au 30 juin 2005. Ces chiffres, pourtant, doivent être fortement relativisés sur base de l'extension du périmètre de la couverture statistique.

1.2.8.2 Les établissements de crédit

- L'évolution du nombre des établissements de crédit

La tendance à la réduction du nombre des établissements au Luxembourg, observée au cours des dernières années, se confirme également au cours de l'année 2005.

Ainsi, après une réduction nette de trois entités au cours du premier semestre, le troisième trimestre de l'année sous revue se solde par une diminution nette de deux unités du nombre d'établissements de crédit. Cette évolution nette résulte du retrait de trois établissements et de la création d'une nouvelle entité, portant ainsi le nombre d'établissements à 157 au 1^{er} novembre 2005.

L'impact net de la diminution du nombre d'établissements sur le bilan agrégé de la place financière demeure cependant marginal. D'une part, lors de la fusion entre le Crédit Lyonnais Luxembourg S.A. et le Crédit Agricole Luxembourg les actifs et passifs ont été transférés au Crédit Agricole Luxembourg, ce qui implique que cette fermeture n'a pratiquement pas eu d'impact sur le volume des activités des banques de la place. D'autre part, la diminution de la somme de bilan liée aux cessations d'activités des deux autres banques est en grande partie compensée par la création de la banque ABN AMRO Mellon Global Securities Services Luxembourg Branch.

Tableau 15 L'évolution du nombre des établissements de crédit au Luxembourg

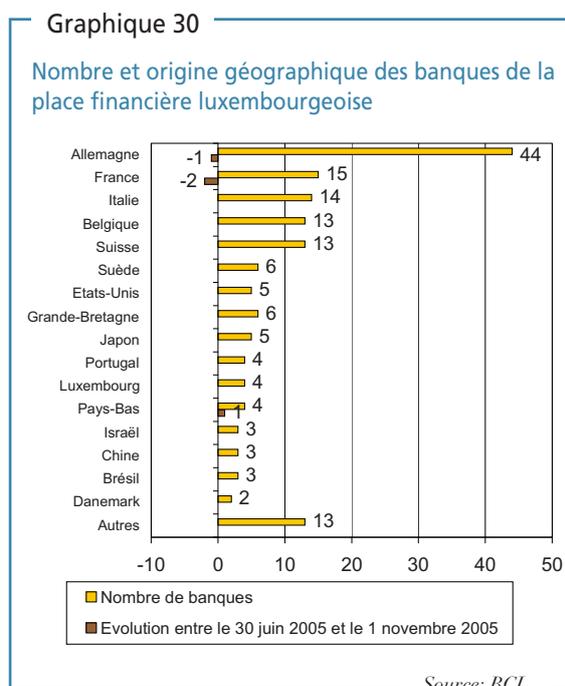
Etablissement de crédit	Constitution	Retrait	Explications
Crédit Lyonnais Luxembourg S.A.		01.07.2005	Fusion avec le Crédit Agricole Luxembourg
ABN AMRO Mellon Global Securities Services Luxembourg Branch	01.08.2005		
Crédit Lyonnais S.A. succursale de Luxembourg		12.08.2005	Fermeture
Lampebank International S.A.		23.08.2005	Fermeture

Source: BCL

En ce qui concerne la répartition des banques par origine géographique (cf. graphique qui suit), les banques allemandes dominent l'activité bancaire au Luxembourg

avec 44 unités. Au 1^{er} novembre 2005, on dénombrait également 15 banques d'origine française, 14 d'origine italienne, 13 d'origine belge, 13 d'origine suisse et

4 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 44 banques d'origine allemande, ces 6 pays représentent 66% du nombre total des banques actives sur la place luxembourgeoise.

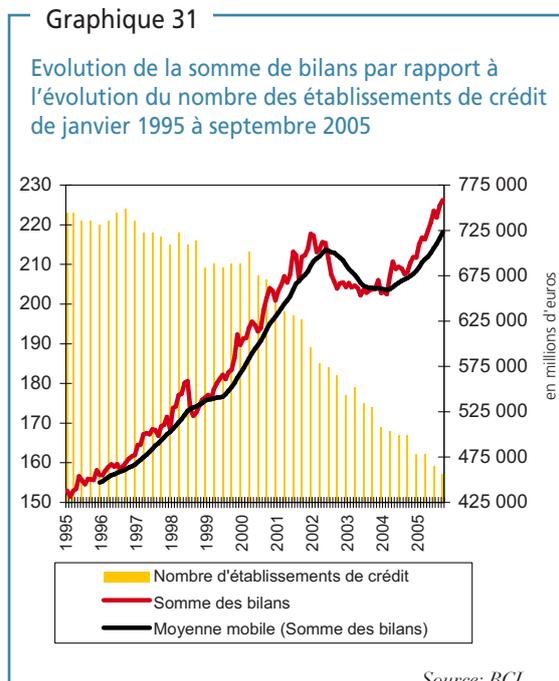


- La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

Depuis le mois de mai 2003, après une période baissière, la somme de bilans des banques luxembourgeoises a entamé une phase de croissance quasiment ininterrompue pour atteindre 758 314 millions d'euros au 30 septembre 2005.

Le climat économique favorable, ainsi que la bonne tenue des marchés boursiers, en dépit du niveau élevé des prix pétroliers, entretiennent la confiance des entreprises et des investisseurs, se répercutant ainsi sur l'activité bancaire observée entre juin et septembre 2005. Au troisième trimestre 2005, la somme de bilans s'est accrue de 11 834 millions d'euros pour atteindre, au 30 septembre, le seuil de 758 314 millions d'euros, soit une hausse de 1,6% par rapport à juin 2005 et 11,7% par rapport à la même période de l'année précédente.

Le graphique qui suit montre, d'une part, la réduction du volume d'activités au cours des années 2002 et 2003 et, d'autre part, le regain observé au cours de l'année 2004 jusqu'à fin septembre 2005.

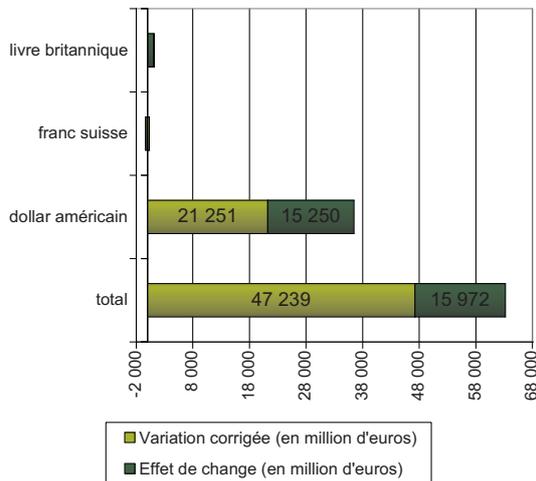


En ce qui concerne l'actif du bilan, le renforcement du volume d'activités se manifeste principalement à travers les créances et les portefeuilles titres. Du côté du passif, la hausse concerne principalement les dépôts de la clientèle non-bancaire, qui ont progressé de 14,7% sur un an pour atteindre 257 002 millions d'euros en septembre 2005.

L'augmentation de la somme de bilan de 63 211 millions d'euros entre le 31 décembre 2004 et le 30 septembre 2005 résulte d'une hausse réelle (ou corrigée) de 47 239 millions d'euros et d'un effet de change positif de 15 972 millions d'euros. Ainsi, un quart de la hausse de la somme de bilan au cours de l'année 2005 est lié à l'évolution des taux de change des principales devises du bilan vis à vis de l'euro. Le dollar américain, qui représente 20% des devises du bilan, s'est raffermi de plus de 11% sur cette période. Il représente 95% de l'effet de change total, les autres principales devises du bilan (franc suisse et livre britannique) étant demeurées relativement stables.

Graphique 32

Impact du cours de change des principales devises sur la somme de bilan des établissements de crédit luxembourgeois (en millions d'euros)



Source: BCL

La structure et les composantes des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

L'analyse de la structure de l'actif et du passif des banques luxembourgeoises permet de mettre en évidence la prédominance des activités interbancaires.

A l'actif du bilan, les opérations interbancaires s'élevaient à 397 636 millions d'euros au 30 septembre 2005, soit une hausse de 9,1% par rapport à la même date de l'année précédente. Ainsi, à la fin du troisième trimestre 2005, les créances interbancaires représentaient 74,7% de l'ensemble des créances des banques et 52,4% du total des actifs.

Tableau 16 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	364 364	404 783	397 636	33 272	9,1	-7 147	-1,8	52,4
Créances sur la clientèle	116 204	130 819	134 909	18 705	16,1	4 090	3,1	17,8
Portefeuille titres	177 571	194 731	202 706	25 135	14,2	7 975	4,1	26,7
Autres actifs	20 892	22 253	23 063	2 171	10,4	810	3,6	3,0
Total de l'actif	679 031	752 586	758 314	79 283	11,7	5 728	0,8	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Le constat effectué à l'actif peut être étendu au passif, où l'importance de l'activité interbancaire est également forte, avec 46,8% du total du passif et 58,0% de l'encours de dettes. Le refinancement auprès d'autres établissements de crédits a augmenté de 28 924 millions d'euros entre septembre 2004 et septembre 2005, soit 8,9%. On observe une légère hausse de 0,2% sur base trimestrielle entre juin et septembre 2005, soit 701 millions d'euros.

Tableau 17 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	325 971	356 164	354 895	28 924	8,9	-1 270	-0,4	46,8
Dettes envers la clientèle	224 127	252 122	257 002	32 875	14,7	4 879	1,9	33,9
Dettes représentées par un titre	72 637	85 525	86 449	13 812	19,0	924	1,1	11,4
Autres passifs	56 296	58 774	59 969	3 673	6,5	1 194	2,0	7,9
Total du passif	679 031	752 586	758 314	79 283	11,7	5 728	0,8	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Les crédits à la clientèle non-bancaire

Au 30 septembre 2005, l'encours de crédits accordés à la clientèle non-bancaire s'élevait à 134 909 millions d'euros, soit une hausse de 18 705 millions d'euros (16,1%) par rapport à la même date de l'année précédente dont 7 744 millions d'euros (6,1%) au cours du troisième trimestre 2005.

Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle résidente non-bancaire s'élevaient à 30 949 millions d'euros fin septembre 2005 contre 26 895 millions d'euros à la même date de l'année précédente. Les ménages représentent 38,3% de

l'ensemble des crédits accordés au secteur non-bancaire luxembourgeois avec un encours total de 11 846 millions d'euros au 30 septembre 2005, ce qui représente une augmentation de 10,7% par rapport à septembre 2004 et 1,5% (+171 millions d'euros) par rapport à juin 2005.

De plus, si l'on observe la répartition des crédits aux ménages, on note la part importante prise par les crédits immobiliers à destination des ménages luxembourgeois. Ceux-ci représentent 81,5% de l'ensemble des crédits aux ménages résidents. Cette évolution s'inscrit dans le développement important du nombre des autorisations de bâtir dans le secteur résidentiel en particulier au cours du premier semestre 2005.

Tableau 18 Crédits aux résidents luxembourgeois (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	926	1 005	1 027	101	10,9	23	2,2	3,3
Autres intermédiaires financiers	8 467	9 362	10 731	2 264	26,7	1 369	14,6	34,7
Sociétés d'assurances et fonds de pension	263	102	143	- 120	-45,6	41	39,8	0,5
Sociétés non financières	6 535	7 494	7 202	667	10,2	- 293	-3,9	23,3
Ménages & ISBLM	10 704	11 675	11 846	1 142	10,7	171	1,5	38,3
Crédits à la consommation	1 138	1 162	1 162	24	2,1	- 1	-0,1	9,8
Crédits immobiliers	8 506	9 484	9 652	1 146	13,5	168	1,8	81,5
Autres crédits	1 060	1 029	1 032	- 28	-2,6	4	0,4	8,7
Total	26 895	29 638	30 949	4 054	15,1	1 311	4,4	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages.

La forte proportion de crédits immobiliers s'explique par une demande soutenue à un moment où les prix élevés de la construction se conjuguent avec une hausse des prix des terrains à bâtir. Au cours des neuf premiers mois de l'année 2005, les établissements de crédit ont octroyé mensuellement, en moyenne, 157 millions d'euros de nouveaux crédits immobiliers aux ménages de la zone euro. Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, on peut estimer sur base de l'encours qu'environ 148 millions d'euros ont été accordés, en moyenne mensuelle, à des ménages résidents entre janvier et septembre 2005. Ce chiffre se compare favorablement à la moyenne mensuelle de 142 millions d'euros de l'année 2004.

La demande soutenue de crédits immobiliers constitue une source de revenus intéressante pour les banques, ceci d'autant plus que ces crédits sont généralement assortis de garanties hypothécaires qui limitent fortement le risque encouru par le créancier. Toutefois, l'évolution des prix de l'immobilier engendre une augmentation assez nette des montants empruntés, ce qui se répercute inévitablement sur l'endettement des ménages. Dans la mesure où les crédits immobiliers sont quasi exclusivement octroyés à des taux variables, un resserrement de la politique monétaire, suivi d'une augmentation des taux d'intérêt sur les crédits immobiliers, pourrait mettre certains débiteurs dans une situation inconfortable voire difficile en matière de charges d'intérêts à supporter.

Le volume des crédits accordés au secteur des autres intermédiaires financiers a gagné en importance avec une croissance de 26,7% sur un an alors qu'il s'est légèrement replié (-861 millions d'euros, soit 7,4%) au troisième trimestre 2005. Ainsi, avec un encours de crédits de 10 731 millions d'euros au 30 septembre 2005, les autres intermédiaires financiers représentent le secteur débiteur le plus important (34,7% du volume des crédits au secteur résident non bancaire) après les ménages.

Au 30 septembre 2005 l'encours des crédits accordés aux sociétés non financières s'élevait à 7 202 millions d'euros, soit un accroissement de 10,2% par rapport à la même date de l'année précédente. Ainsi, fin septembre 2005, les crédits aux sociétés non financières représentent 23,3% de l'encours des crédits accordés aux résidents.

Les sociétés d'assurances et fonds de pension, avec un poids relatif de 0,5% des encours des crédits au secteur non bancaire, jouent un rôle mineur dans l'octroi de crédits par les banques luxembourgeoises. Ceci s'explique tout naturellement par le fait que les sociétés d'assurances financent leurs placements, notamment en titres de créance, en encaissant des primes. Ainsi, leurs besoins en crédits sont relativement modestes. Peu de banques octroient des crédits importants aux sociétés d'assurances et fonds de pensions, en particulier à court-terme, ce qui rend le volume agrégé extrêmement volatile.

Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, celle des autres pays membres de la zone euro se compose principalement de sociétés non financières (49,3% du poids relatif au 30 septembre 2005).

En ce qui concerne les ménages, on constate la prédominance des autres crédits qui représentent 94,6% de l'encours total des crédits accordés aux ménages et ISBLM²², ce qui laisse une place limitée aux crédits à la consommation et aux crédits immobiliers. Ceci reflète le fait que les particuliers des autres pays de la zone euro sont fortement orientés vers les opérations de gestion de leurs actifs et qu'ils n'ont que marginalement recours au système bancaire luxembourgeois pour financer leurs dépenses de consommation ou d'acquisitions immobilières. Ainsi, les prêts demandés par les particuliers des autres pays

membres de la zone euro sont essentiellement destinés à assurer le financement d'opérations en bourse effectuées à travers les établissements de crédit luxembourgeois. Les crédits immobiliers à ces ménages augmentent de façon relativement modeste et jouent encore un rôle mineur avec un encours de 556 millions d'euros à la fin septembre 2005. La raison sous jacente tient à la réticence des banques luxembourgeoises à accorder ce type de crédits transfrontaliers en raison des différences juridiques et des difficultés d'évaluation de biens immobiliers situés en dehors du Luxembourg. Néanmoins, la demande des frontaliers qui construisent leur habitat dans le voisinage de Luxembourg amène de plus en plus les banques luxembourgeoises à reconsidérer cette question et accorder des crédits immobiliers aux résidents des autres pays de la zone euro. La preuve de cette évolution est la hausse de 7,2% sur un an dans ce domaine.

Tableau 19 Crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 137	4 789	3 855	- 282	-6,8	- 934	-19,5	6,5
Autres intermédiaires financiers	10 032	11 574	11 905	1 873	18,7	331	2,9	20,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	255	1 213	1 214	959	375,9	1	0,1	2,0
Sociétés non financières	28 640	29 137	29 202	562	2,0	65	0,2	49,3
Ménages & ISBLM	12 178	12 904	13 030	852	7,0	126	1,0	22,0
Crédits à la consommation	142	142	142	0	0,2	0	0,1	1,1
Crédits immobiliers	519	545	556	37	7,2	12	2,1	4,3
Autres crédits	11 517	12 217	12 331	814	7,1	114	0,9	94,6
Total	55 242	59 617	59 205	3 963	7,2	- 412	-0,7	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

Les crédits aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde, qui ont augmenté de 31,4% sur un an, affichent une hausse de 18,8 % au cours du troisième trimestre 2005.

Les crédits aux résidents du reste du monde sont fortement axés sur les opérations réalisées avec les intermédiaires financiers et les sociétés non financières. Les crédits aux autres intermédiaires financiers sont en hausse de 38,2%

sur un an et de 20,8% entre juin et septembre 2005. Ils représentaient 43,5% du poids relatif des crédits aux résidents du reste du monde à la fin du mois de septembre 2005. On notera également que les crédits aux sociétés non financières se sont bien développés avec un poids relatif de 40,2% au 30 septembre 2005. Leur volume d'activité s'est accru de 26,0% sur un an et de 20,3% au cours du troisième trimestre, pour atteindre un encours de 3 041 millions d'euros à la fin de ce même trimestre.

22 ISBLM: Institutions sans but lucratif au service des ménages

Tableau 20 Crédits aux résidents du reste du monde (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2004/09	2005/06	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/06 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 698	2 030	2 850	1 152	67,9	820	40,4	6,4
Autres intermédiaires financiers	14 076	16 098	19 452	5 376	38,2	3 353	20,8	43,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	87	91	93	5	6,3	2	2,6	0,2
Sociétés non financières	14 294	14 967	18 008	3 714	26,0	3 041	20,3	40,2
Ménages & ISBLM	3 912	4 493	4 352	440	11,2	- 141	-3,1	9,7
Total	34 067	37 679	44 755	10 688	31,4	7 075	18,8	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des crédits

Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 30 septembre 2005, l'encours de dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 257 002 millions d'euros, soit une hausse de 32 875 millions d'euros (14,7%) par rapport à la même date de l'année précédente. Sur le troisième trimestre 2005, la hausse s'élevait à 7 847 millions d'euros soit 3,1%.

Les dépôts des résidents

Les dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise atteignent 123 261 millions d'euros, soit 48,0% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Tableau 21 Dépôts des résidents luxembourgeois (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	6 059	6 376	7 010	951	15,7	634	9,9	5,7
Secteur financier	61 752	86 771	90 248	28 496	46,1	3 477	4,0	73,2
Autres intermédiaires financiers	57 598	82 711	86 232	28 634	49,7	3 521	4,3	70,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 154	4 060	4 016	- 138	-3,3	- 44	-1,1	3,3
Secteur non financier	23 460	26 393	26 003	2 543	10,8	- 390	-1,5	21,1
Sociétés non financières	8 741	10 760	10 237	1 496	17,1	- 523	-4,9	8,3
Ménages & ISBLM	14 719	15 633	15 766	1 047	7,1	133	0,9	12,8
Total	91 271	119 540	123 261	31 990	35,0	3 721	3,1	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise, on constate que leur majeure partie est effectuée par d'autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) pour un montant de 86 232 millions d'euros, soit 70,0% du total des dépôts. Dans ce contexte, il importe de noter que ces dépôts proviennent d'unités résidentes qui collectent les fonds provenant

non seulement de clients résidents, mais également, et dans une grande partie, de clients non résidents. La croissance de 49,7% (28 634 millions d'euros) entre septembre 2004 et septembre 2005 résulte entre autres d'un engouement pour les souscriptions de fonds luxembourgeois dont les dividendes ou intérêts reçus sont réinvestis, au moins en partie, sous forme de

dépôts. A lui seul, le troisième trimestre 2005 montre un apport de 6 298 millions d'euros, ce qui représente une croissance de 7,9%. Les ménages luxembourgeois, quant à eux, détenaient des dépôts pour un montant de 15 766 millions d'euros au 30 septembre 2005, soit 12,8% du total des dépôts effectués par les résidents.

Les dépôts des résidents luxembourgeois, dont le volume total s'élève à 123 261 millions d'euros, sont constitués à hauteur de 45,5% de dépôts à vue et 54,5% de dépôts à terme. Cette proportion élevée des dépôts à vue est surprenante car, tant les intermédiaires financiers que les ménages maintiennent souvent des dépôts bancaires pour des périodes très courtes en attendant l'investissement dans d'autres actifs et/ou la consommation, mais s'explique sans doute par la rémunération faible des dépôts à terme qui n'est guère de nature à inciter les investisseurs à prendre des engagements à moyen ou long terme.

Les dépôts des résidents d'autres pays membres de la zone euro

Du côté des dépôts émanant de résidents d'autres pays membres de la zone euro, une part importante revient aux dépôts des ménages avec un volume de 25 232 millions d'euros sur un total de 80 333 millions d'euros, soit 31,4%. Les sociétés non financières quant à elles ont déposé 32 504 millions d'euros soit 40,5% du total des dépôts effectués. Les 28,1% restant se répartissent entre les sociétés d'assurances, fonds de pension et autres intermédiaires financiers. On remarquera le développement important des dépôts des administrations publiques (32,3%) dont le poids relatif reste cependant assez faible avec 2,7%. Sur un an, de septembre 2004 à septembre 2005, le volume d'activités s'est tassé de 4,2% principalement en raison d'un retrait des dépôts auprès des banques luxembourgeoises. Le troisième trimestre montre également un léger recul de 1,6% ou 1 308 millions d'euros. Le secteur des sociétés non-financières apparaît prometteur avec une hausse de 6,4% sur un an et 20,8% ou 5 596 millions d'euros au cours du troisième trimestre!

Tableau 22 Dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2004/09	2005/08	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/08 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 656	2 377	2 191	535	32,3	- 186	-7,8	2,7
Secteur financier	21 771	23 622	20 406	-1 365	-6,3	-3 217	-13,6	25,4
Autres intermédiaires financiers	16 741	17 321	15 262	-1 479	-8,8	-2 059	-11,9	19,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 030	6 302	5 144	114	2,3	-1 158	-18,4	6,4
Secteur non financier	60 392	53 690	57 737	-2 655	-4,4	4 047	7,5	71,9
Sociétés non financières	30 549	27 886	32 504	1 955	6,4	4 618	16,6	40,5
Ménages & ISBLM	29 843	25 804	25 232	-4 611	-15,4	- 571	-2,2	31,4
Total	83 819	79 689	80 333	-3 486	-4,2	644	0,8	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilations pour les secteurs financiers et non financiers

Notons que les résidents des autres pays membres de la zone euro répartissent leurs dépôts à raison de 20,3% en dépôts à vue et 79,7% en dépôts à terme.

Les dépôts des résidents du reste du monde

Au niveau des dépôts provenant des résidents des pays du reste du monde, les dépôts des ménages représentent un volume de 13 447 millions d'euros sur un total de 53 408 millions d'euros, soit 25,2%. En termes relatifs, les autres

intermédiaires financiers prennent la part la plus importante des dépôts avec 44,9% (24 005 millions d'euros). Dans ce contexte, on remarque la hausse des dépôts provenant des sociétés non financières qui augmentent sur un an avec 51,7% ou 4 442 millions d'euros; le troisième trimestre 2005 témoigne d'une augmentation de 25,1% ou 2 611 millions d'euros. L'évolution positive compense largement la baisse des dépôts des ménages survenue principalement pendant le troisième trimestre 2005.

Tableau 23 Dépôts des résidents du reste du monde (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2004/09	2005/06	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/06 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 430	1 202	1 895	465	32,5	693	57,6	3,5
Secteur financier	25 257	24 838	25 034	- 223	-0,9	196	0,8	46,9
Autres intermédiaires financiers	24 253	23 906	24 005	- 248	-1,0	100	0,4	44,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 005	932	1 029	25	2,5	97	10,4	1,9
Secteur non financier	22 350	25 065	26 479	4 129	18,5	1 414	5,6	49,6
Sociétés non financières	8 590	10 421	13 032	4 442	51,7	2 611	25,1	24,4
Ménages & ISBLM	13 760	14 644	13 447	- 313	-2,3	-1 197	-8,2	25,2
Total	49 037	51 106	53 408	4 371	8,9	2 303	4,5	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

Finalement, les résidents des pays du reste du monde répartissent leurs dépôts à raison de 19,8% en dépôts à vue et 80,2% en dépôts à terme.

- L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

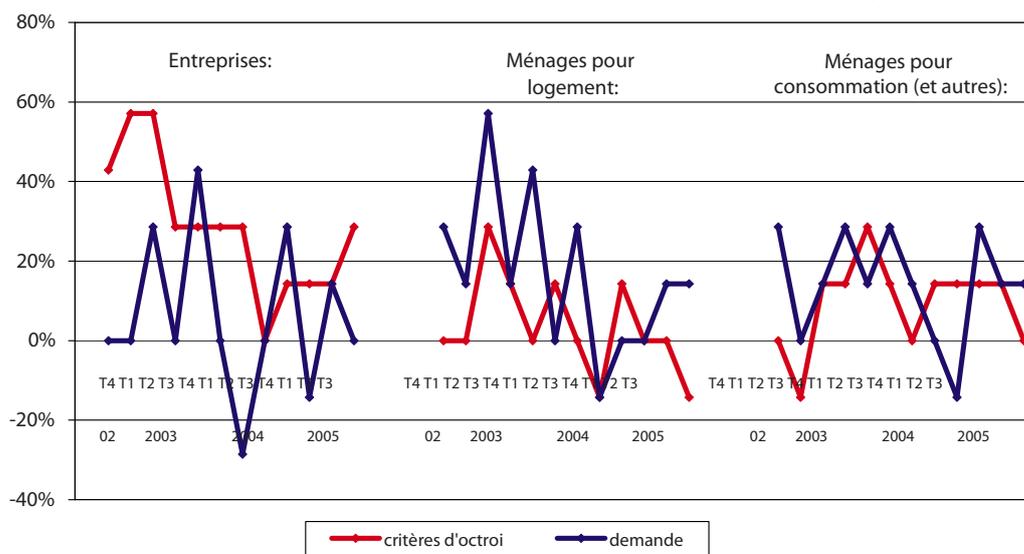
Les résultats du troisième trimestre 2005 de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire au Luxembourg relative à l'évolution des critères d'octroi sont en ligne avec les

résultats de la zone euro. Du côté de la demande nette, une forte progression a été enregistrée pour la zone euro, tandis que les résultats indiquent que l'évolution de la demande nette est un peu plus contrastée au Luxembourg.

Entreprises: Les résultats les plus récents confirment qu'au Luxembourg la baisse tendancielle du durcissement net des critères d'octroi concernant l'attribution des crédits aux entreprises a été interrompue, voire même inversée.

Graphique 33

L'évolution des critères d'octroi et de la demande de crédits au Luxembourg, pourcentages nets



Source: BCL

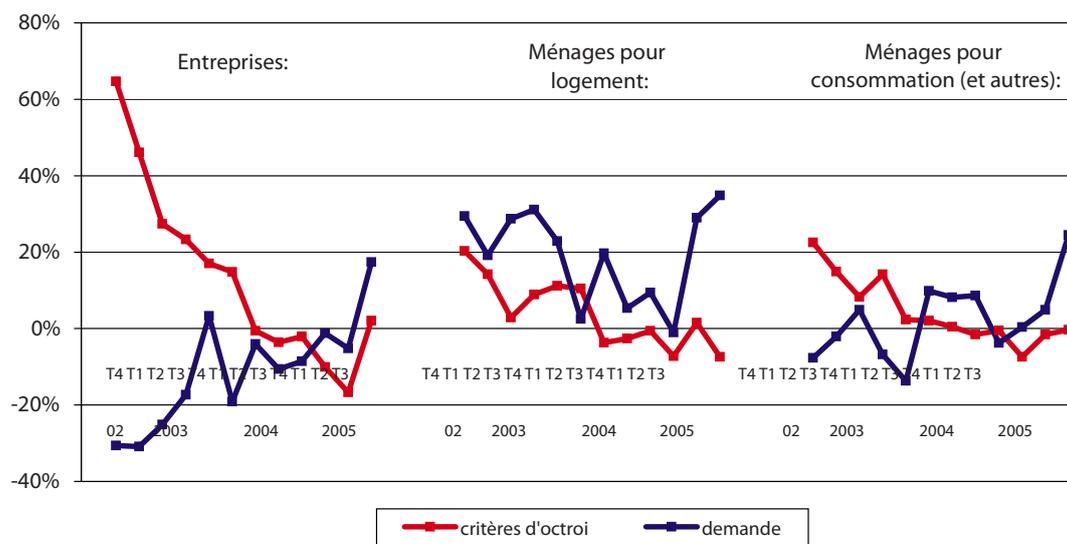
Note: Pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement. Pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse.

Si les résultats des trois trimestres précédents avaient fait apparaître un durcissement net continu de ces critères de 14%, par opposition à l'assouplissement net prolongé et continu qui avait été enregistré au niveau

de la zone euro, le durcissement net de 29% enregistré au troisième trimestre est en ligne avec les derniers résultats de la zone euro pour laquelle un léger durcissement net a également été rapporté.

Graphique 34

L'évolution des critères d'octroi et de la demande de crédits dans la zone euro, pourcentages nets



Source: BCE

Note: Pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement. Pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse.

Les éléments qui ont contribué à l'évolution récente des critères d'octroi sont en principe les mêmes au Luxembourg et au niveau de la zone euro. Il s'agit des perceptions de risque relatives à l'activité économique globale, des perspectives spécifiques à chaque secteur et des coûts liés aux fonds propres. La contribution du facteur explicatif «concurrence des autres banques», qui au cours des trimestres précédents avait largement contribué à l'assouplissement net des critères au niveau de la zone euro, fut moins importante au troisième trimestre de l'année en cours, tant pour l'échantillon luxembourgeois que pour l'échantillon agrégé.

Du côté de la demande, aucun changement (net) n'a été enregistré au Luxembourg malgré le durcissement net qui a été rapporté pour les critères d'attribution. Au niveau de la zone euro par contre, le durcissement net des critères d'octroi a été enregistré dans le contexte d'une forte hausse de la demande nette de crédits des entreprises, qui est passée à 17% par rapport au trimestre précédent où une baisse de 5% avait été rapportée.

Ménages (habitat): Au Luxembourg, les résultats de l'enquête font apparaître un assouplissement net de 14% des critères d'octroi des crédits à l'habitat; depuis le début de l'enquête, ce n'est que la deuxième fois qu'un assouplissement net a été rapporté pour ces critères. Un assouplissement net a également été rapporté pour la zone euro. Bien que les résultats relatifs à l'échantillon luxembourgeois et à celui de la zone euro indiquent que la concurrence bancaire a contribué à ces résultats, l'évolution des perceptions de risque est plus contrastée pour les deux échantillons. Au Luxembourg, les prévisions concernant l'activité économique générale et les perspectives sur le marché du logement ont été citées comme ayant contribué à un durcissement, tandis que pour la zone euro uniquement les perspectives d'évolution du marché immobilier ont (légèrement) contribué à un durcissement.

La demande nette s'est inscrite à 14% au Luxembourg depuis deux trimestres, alors que l'échantillon agrégé de la zone euro fait apparaître une continuation de la

forte progression de la demande nette qui est passée de 29% à 35% au troisième trimestre.

Ménages (consommation et autres): Après une période prolongée lors de laquelle plusieurs durcissements nets consécutifs avaient été rapportés au Luxembourg, les critères en matière d'octroi de crédits pour consommation (et autres) n'ont enregistré aucun changement (net) au troisième trimestre 2005. Ces résultats sont en ligne avec ceux de la zone euro. Ces développements sont attribuables à plusieurs facteurs qui ont exercé des effets opposés sur l'évolution des critères d'octroi. Parmi ces facteurs, la solvabilité des consommateurs a été citée comme ayant contribué à un durcissement, tandis que la concurrence des autres banques a joué en sens inverse.

Il convient de noter que les critères d'octroi sont cependant restés inchangés dans un contexte d'accroissement de la demande nette. Au Luxembourg, cette hausse s'est inscrite à 14%, tout comme au trimestre précédent, alors qu'au niveau de la zone euro elle est passée de 5% au deuxième trimestre à 25% au trimestre sous revue.

- Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)

Les taux débiteurs

Dans le contexte d'un taux de refinancement maintenu depuis juin 2003 à un niveau plutôt accommodant par l'Eurosystème, les taux débiteurs des banques luxembourgeoises restent à des niveaux historiquement bas.

Au cours du troisième trimestre 2005, le coût des crédits immobiliers, à taux variable ou dont la période de fixation du taux d'intérêt (PFTI) est inférieure à un an, s'est accru de cinq points de base, passant de 3,50% en juin à 3,55% en septembre. Sur les neuf premiers mois de l'année 2005, les taux d'intérêt des crédits immobiliers affichent une progression quasi-continue de 17 points de base (3,38% en décembre 2004). Parallèlement, le volume des nouveaux contrats a atteint 123 millions d'euros en septembre 2005, soit son niveau le plus bas depuis janvier 2004. Ce léger ralentissement qui intervient au début de l'automne, période généralement moins propice dans le domaine de la construction, ne doit pas faire oublier que le premier semestre de l'année 2005 a été particulièrement faste du point de vue des volumes de nouveaux crédits, grâce à un marché de l'immobilier dont le dynamisme ne peut être dissocié des conditions de financement toujours avantageuses.

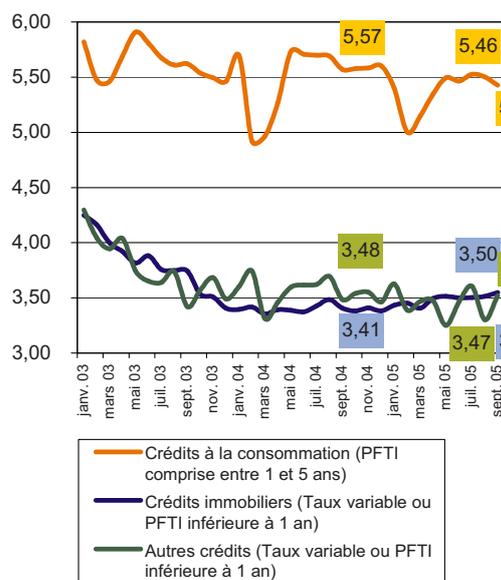
Le coût des crédits autres qu'immobiliers, avec une PFTI inférieure à un an, a évolué dans une fourchette

comprise entre 3,63% (janvier 2005) et 3,25% (mai 2005), et s'établit à 3,52% en septembre. La volatilité de cette catégorie de taux s'explique en grande partie par la diversité de profils des emprunteurs, mais également par la nature de leurs investissements. En d'autres termes, une part importante des crédits qui entrent dans cette catégorie sont octroyés à la clientèle des banques privées dans le but de réaliser des investissements sur les marchés financiers et boursiers. Ces clientèles peuvent afficher des niveaux de risques ou de patrimoines très disparates, ce qui peut entraîner une différenciation par les taux de la part des banques. Dans le même ordre d'idées, l'évolution des critères d'octroi vers un durcissement ou un assouplissement (comme ce fut le cas pour le troisième trimestre 2005) peut venir modifier le niveau des taux d'intérêt sans que cela soit motivé par une modification majeure des conditions de refinancement pour les banques.

Le coût des crédits à la consommation, avec une PFTI comprise entre un et cinq ans, s'établit à 5,43% en septembre 2005, contre 5,46% en juin 2005, soit une baisse modérée de trois points de base. Par ailleurs, des critères d'octrois inchangés au troisième trimestre pour les crédits à la consommation, peuvent en partie expliquer une relative stabilité sur ce segment depuis mai 2005 (5,49%).

Graphique 35

Evolution des taux d'intérêt appliqués aux crédits accordés aux ménages de la zone euro par les banques luxembourgeoises



Source: BCL

Concernant les crédits aux sociétés non-financières (SNF), dont la PFTI est inférieure à un an et dont le montant n'excède pas un million d'euros, au cours des neuf premiers mois de l'année 2005, leur coût a évolué dans une fourchette comprise entre 3,86% en février et 3,80% en septembre. La valeur extrême de 4,31% observée en juin 2005 est volontairement édulcorée, puisqu'elle est expliquée par un phénomène statistique spécifique. En effet, au 30 juin 2005, 2% des banques de l'échantillon représentaient 84% du volume d'affaires total. Cette précaution prise, il est tout à fait remarquable que la volatilité observée sur la période janvier-septembre 2005 soit bien plus faible que celles observées lors des périodes précédentes (0,56% contre 6,30% pour la période janvier-septembre 2004).

Pour sa part, le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), dont la PFTI est inférieure à un an et dont le montant est supérieur à un million d'euros, a diminué de neuf points de base entre juin 2005 (3,08%) et septembre 2005 (2,99%).

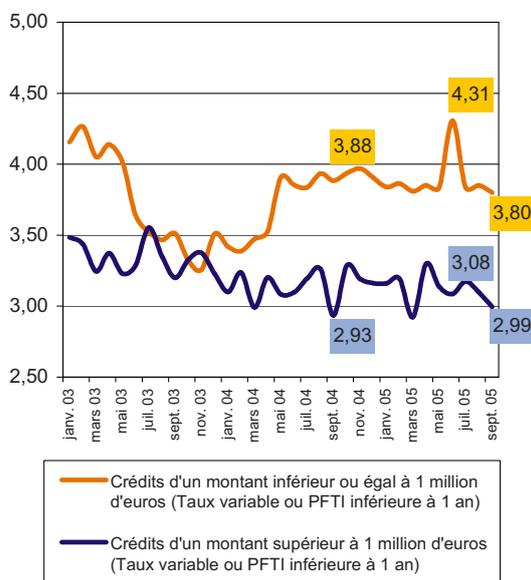
Les taux créditeurs

La rémunération, par les banques luxembourgeoises, des dépôts à terme des ménages de la zone euro avec une maturité inférieure ou égale à un an, a diminué de huit points de base entre juin 2005 (1,91%) et septembre 2005 (1,83%). Parallèlement, celle des dépôts à termes des SNF augmentait de deux points de base, passant de 2,05% en juin 2005 à 2,07% en septembre 2005.

Dans ce contexte il importe de noter que des opérations ponctuelles visant des clientèles ciblées portant sur des montants très importants et émanant d'un nombre limité de banques peuvent créer des ruptures dans les séries historiques. Un tel phénomène est observable sur les dépôts à terme des ménages, où la rémunération moyenne s'élève à 2,76% pour le mois d'avril 2005, ce qui est largement supérieur à la moyenne de cette série. Sur le graphique qui suit, ce sursaut du taux d'intérêt sur les dépôts à terme a été représenté par une ligne pointillée. Afin de donner une lecture plus pertinente de la série historique, la ligne pleine sur le graphique représente l'évolution du taux d'intérêt corrigé de cet effet ponctuel.

Graphique 36

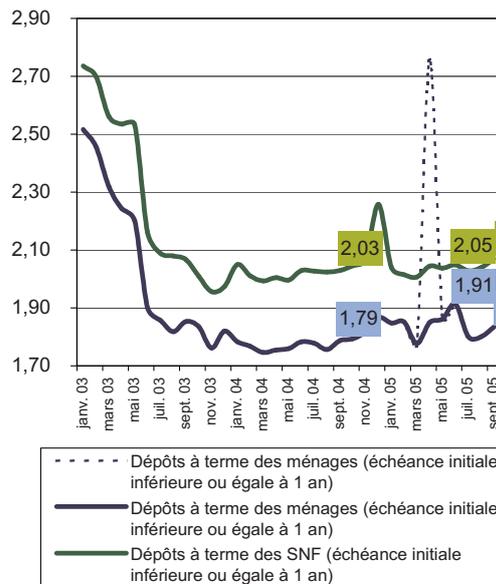
Evolution des taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux crédits accordés aux SNF de la zone euro



Source: BCL

Graphique 37

Evolution des taux d'intérêt appliqués aux dépôts ayant une maturité inférieure ou égale à un an, par les banques luxembourgeoises



Source: BCL

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

Depuis le ralentissement économique en 2002 et 2003, le climat boursier (évolutions boursières entre les 30 septembre 2004 et 2005: Paris, CAC40 +26,4%; Londres, FTSE100 +19,8 %; Frankfurt, Dax30 +29,6%; Luxembourg, LUXX +35,5%), qui influence largement les résultats des banques luxembourgeoises, a favorablement évolué et ceci malgré un cours élevé du pétrole.

La persistance du retour à l'accalmie sur les marchés financiers et des perspectives économiques plus favorables ont soutenu le regain de confiance des investisseurs, stimulant ainsi les investissements des sociétés non financières et des particuliers sur les marchés des actifs financiers.

Ces évolutions ont stimulé l'activité bancaire au Grand-Duché, non seulement par la hausse du volume

d'activités dans le domaine des crédits, mais également en ce qui concerne le volume d'activités boursières, où les banques interviennent en tant qu'intermédiaires pour le compte de leurs clients.

Dans ces conditions, les banques de la place ont pu dégager un résultat brut avant provisions et impôts de 3 416 millions d'euros au 30 septembre 2005, ce qui représente une hausse de 20% par rapport au 30 septembre 2004, date à laquelle ce chiffre s'élevait à 2 847 millions d'euros.

Le résultat brut, couvrant l'ensemble des revenus bancaires de la place, augmente de 12,7 % pour s'établir à 6 128 millions d'euros au 30 septembre 2005.

La marge sur intérêt est quant à elle en progression de 6,5% et atteint 2 933 millions d'euros au 30 septembre 2005 contre 2 754 millions d'euros à la même date de l'année précédente. L'évolution positive de la marge sur intérêts reflète la progression du volume d'affaires.

Tableau 24 *Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois* ^{1) 2)}

	2004 / 09	2005 / 09	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1 Intérêts et dividendes perçus	21 771	25 274	16,1	3 503
2 Intérêts bonifiés	19 017	22 341	17,5	3 324
3 Marge sur intérêt (1-2)	2 754	2 933	6,5	179
Revenus nets:				
4 sur réalisation de titres	341	313	-8,2	-28
5 sur commissions	2 094	2 357	12,6	263
6 sur opérations de change	211	237	12,3	26
7 sur divers	36	288	700,0	252
8 Revenus nets (4+5+6+7)	2 682	3 195	19,1	513
9 Résultat brut (3+8)	5 436	6 128	12,7	692
10 Frais de personnel	1 339	1 432	6,9	93
11 Frais d'exploitation	1 009	1 052	4,3	43
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 348	2 484	5,8	136
13 Impôts divers, taxes et redevances	28	27	-3,6	-1
14 Amortissements sur immobilisé non financier	213	201	-5,6	-12
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	2 847	3 416	20,0	569

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 intérêts perçus ainsi que les intérêts bonifiés ont en conséquence augmenté en chiffres absolus. Fin septembre 2005, les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 25 274 millions d'euros (en hausse de 16,1% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient

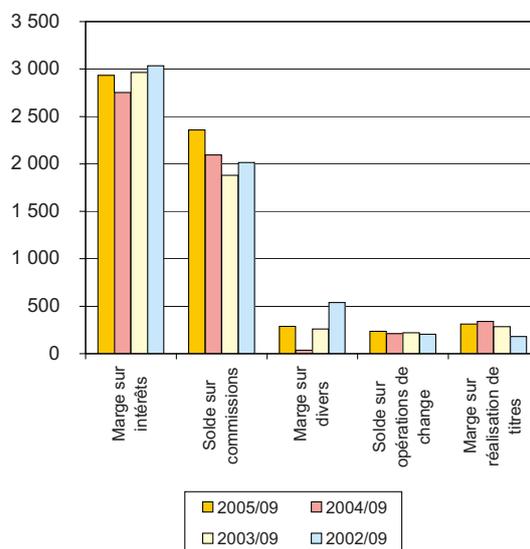
un montant de 22 341 millions d'euros (en hausse de 17,5% par rapport au 30 septembre 2004). Il reste à noter, que l'importance relative de la marge sur intérêt diminue pour s'élever à 47,9% au 30 septembre 2005 (par rapport à 50,1% au 30 juin 2005) du résultat brut.

Le résultat hors intérêts a surtout été marqué par une hausse du solde net sur commissions et par une hausse des revenus nets sur divers. 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. Ces facteurs expliquent la hausse des commissions, qui se sont accrues à concurrence de 263 millions d'euros (+12,6%) sur 12 mois, passant de 2 094 millions d'euros au 30 septembre 2004 à 2 357 millions d'euros un an plus tard. Le développement favorable des commissions perçues est confirmé par une hausse continue de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques. La valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, qui avait franchi le cap des 1 000 milliards d'euros au premier trimestre 2004, s'est établie à un nouveau niveau record de 1 423 milliards d'euros fin septembre 2005. Il reste à remarquer la hausse importante des revenus nets sur divers (+700%) qui s'explique entre autres par des plus-values réalisées sur cessions de participations, revenus par nature très volatiles.

Du côté des dépenses, les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) affichent une hausse de 5,8% (+136 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 2 484 millions d'euros au 30 septembre 2005 contre 2 348 millions d'euros un an plus tôt. Cette hausse est majoritairement (68,3%) imputable aux frais de personnel, qui ont augmenté suite à une progression de l'emploi dans les établissements de crédit de l'ordre de 487 (+2,2%) unités entre septembre 2004 et septembre 2005, combiné à la hausse salariale tendancielle.

Graphique 38

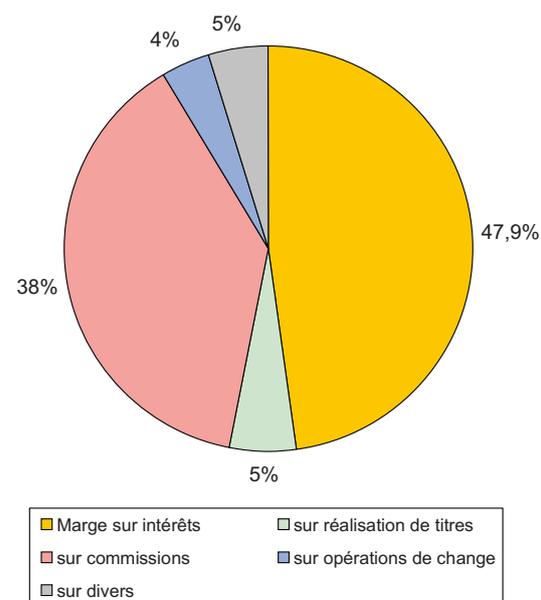
Evolution des principales composantes dans les revenus bancaires au cours du troisième trimestre de 2005 par rapport aux années précédentes



Source: BCL

Graphique 39

Poids des principales composantes dans les revenus bancaires au troisième trimestre 2005



Source: BCL

Finalement, il reste à conclure, que la hausse du produit bancaire compense largement l'augmentation des postes de dépenses opérationnelles comme le montre la progression du résultat avant provisions qui s'est accru de 20% ou 569 millions d'euros en comparaison annuelle.

1.2.8.3 Les organismes de placement collectif

Sous l'impulsion d'une évolution favorable des principaux indices boursiers et du cours des titres de créance à long terme, les OPC luxembourgeois et étrangers ont affiché une évolution positive au cours de l'année 2005. La hausse soutenue des actifs en gestion aurait sans doute été encore plus marquée si la hausse importante du prix du pétrole n'avait pas marqué l'année 2005 et pesé sur les décisions des investisseurs.

L'évolution positive de l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement est cependant encore contrastée par le développement plutôt lent des fonds de pension internationaux (ASSEP²³ et SEPCAV²⁴). Notons cependant qu'au cours de l'année 2005 et jusqu'à la fin du

mois de septembre, deux nouveaux fonds de pension ont été ajoutés au tableau officiel, ce qui porte leur nombre à treize. Le développement des SICAR²⁵, conformément à la loi du 15 juin 2004, témoigne d'une évolution dynamique depuis la mise en vigueur de la loi avec 28 unités officielles au 14 novembre 2005. Le nombre des organismes de titrisation agréés, conformément à l'article 21 (1) de la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation, était de cinq unités au 14 novembre 2005.

• L'évolution en nombre

Alors que l'année 2004 s'était soldée par une augmentation du nombre d'OPC de 98 unités, les neuf premiers mois de l'année 2005 affichent une augmentation de 85 unités portant le nombre total d'OPC inscrits sur la liste officielle à 2 053 unités. Au 30 septembre 2005, 1 278 OPC ont adopté une structure à compartiments multiples, ce qui représente 7 557 compartiments, alors que 775 OPC ont opté pour une structure classique.

Tableau 25 Evolution du nombre et de la valeur nette d'inventaire¹⁾

En fin de période	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005/09
1. Nombre d'OPC	1 329	1 384	1 426	1 521	1 630	1 785	1 908	1 941	1 870	1 968	2 053
2. Valeur nette d'inventaire en EUR millions	261 798	308 605	391 766	486 843	734 500	874 600	928 447	844 508	953 302	1 106 222	1 423 551

Source: Commission de Surveillance du Secteur Financier

1) Les données se rapportant aux années 1995 à 1998 ont été converties en EUR sur base du taux de conversion EUR = 40,3399 LUF

• L'évolution de la valeur nette d'inventaire

L'actif net total géré par les OPC s'est accru de 28,7% au cours des neuf premiers mois de l'année 2005, pour s'établir à 1 423 551 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2005.

Le développement du patrimoine net global des OPC s'explique par plusieurs facteurs. Le rendement des dépôts et obligations est historiquement faible, au moins en ce qui concerne les émissions en euros. Parallèlement, les marchés d'actions sont à la hausse, en raison notamment de la croissance des bénéfices des sociétés cotées, ce qui favorise les fonds d'investissement luxembourgeois dont une part importante est orientée vers les investissements en actions.

Ainsi, la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissement a atteint un niveau historique en septembre 2005. Cette évolution s'explique par la conjonction de deux facteurs, à savoir, d'une part, l'évolution haussière des marchés financiers et, d'autre part, le fait que l'investissement net en capital²⁶ ait été continuellement positif au cours des neuf premiers mois de l'année 2005 en dépit des variations négatives des marchés financiers en mars et en avril.

L'investissement net en capital dont la moyenne mensuelle était de 9 478 millions d'euros en 2004 a plus que doublé pour atteindre 19 333 millions d'euros au cours de l'année 2005. Ainsi, les fonds d'investissements luxembourgeois enregistrent en moyenne

23 ASSEP: Association d'épargne-pension

24 SEPCAV: Société d'épargne-pension à capital variable

25 SICAR: Société d'investissement en capital à risque

26 L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats net ajusté pour tenir compte des OPC en liquidation

4 461 millions d'euros de nouveaux apports en capital par semaine.

Dans ce même contexte on notera que la variation moyenne mensuelle de la VNI, expliquée par la hausse des marchés financiers, est passée de 12 743 millions d'euros en 2004 à 35 259 millions au cours des trois premiers trimestres de 2005. Cette hausse s'explique d'une part par l'évolution positive des marchés financiers sur le plan international ainsi que par une gestion fructueuse des fonds d'investissement luxembourgeois.

- Les OPC monétaires

La somme de bilan des seuls OPC monétaires luxembourgeois s'est élevée à 175 078 millions d'euros au 30 septembre 2005 contre 163 218 millions d'euros un an plus tôt et 169 505 à la fin du mois de juin 2005.

La hausse du volume d'activités en croissance annuelle se chiffre à 7,3% ou 11 860 millions d'euros entre septembre 2004 et 2005. Cette performance est principalement liée au bon développement des créances sur les établissements de crédit, qui ont augmenté de 6 787 millions d'euros sur un an, ce qui correspond à une hausse de 49,1%. La croissance de la somme de bilan des OPC monétaires semble toutefois modeste si on la met en relation avec le développement de la VNI de l'ensemble des OPC qui a atteint 34,4% sur un an (septembre 2004 et 2005). L'explication tient d'une part des rendements historiquement bas des OPC monétaires et d'autre part du bon développement des marchés financiers sur cette période. En effet, étant donné que les OPC monétaires investissent principalement en dépôts bancaires et/ou titres de créance avec une échéance résiduelle inférieure ou égale à un an, les performances des marchés financiers n'ont qu'un impact marginal sur leur développement. Par contre, les OPC non monétaires bénéficient davantage des bonnes performances observées sur les marchés boursiers au cours des derniers mois.

Au 30 septembre 2005, le nombre d'OPC monétaires pris en considération était de 412 compartiments, contre 407 au 31 décembre 2004, ce qui porte la moyenne des actifs par compartiment monétaire à 425 millions d'euros en septembre 2005.

Tableau 26 Portefeuille de titres autres que des actions détenues par les OPC monétaires (encours en fin de période)

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2004/09	2005/06	2005/09	2004/09 - 2005/09		2005/06 - 2005/09		2005/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Emetteurs résidents	2 715	2 478	2 542	- 173	-6,4	64	2,6	1,7
Etablissements de crédit	1 936	1 851	1 843	- 93	-4,8	- 8	-0,4	1,2
Administrations publiques	30	41	17	- 13	-44,1	- 25	-59,5	0,0
Autres secteurs	749	586	682	- 67	-8,9	96	16,4	0,5
Autres intermédiaires financiers	513	493	596	83	16,1	103	20,9	0,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	13	4	0	- 13	-	- 4	-	-
Sociétés non financières	224	89	87	- 137	-61,2	- 3	-2,9	0,1
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	70 720	70 563	72 319	1 599	2,3	1 756	2,5	48,3
Etablissements de crédit	40 717	36 938	38 741	-1 975	-4,9	1 803	4,9	25,9
Administrations publiques	14 825	16 376	15 958	1 133	7,6	- 417	-2,5	10,7
Autres secteurs	15 178	17 249	17 619	2 441	16,1	370	2,1	11,8
Autres intermédiaires financiers	7 869	10 325	11 297	3 428	43,6	973	9,4	7,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 010	1 034	594	- 416	-41,2	- 439	-42,5	0,4
Sociétés non financières	6 289	5 891	5 728	- 561	-8,9	- 163	-2,8	3,8
Ménages et ISBLM	9	0	0	- 9	-	0	-	-
Emetteurs du reste du monde	71 154	72 862	74 755	3 601	5,1	1 893	2,6	50,0
Etablissements de crédit	32 158	36 283	36 856	4 698	14,6	573	1,6	24,6
Administrations publiques	4 986	3 738	3 234	-1 752	-35,1	- 503	-13,5	2,2
Autres secteurs	34 010	32 841	34 665	655	1,9	1 824	5,6	23,2
Total	144 588	145 903	149 616	5 028	3,5	3 713	2,5	100,0

Source: BCL

1) Poids relatif par rapport au total des titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois

Le tableau ci-dessus montre que le portefeuille de titres autres que des actions détenu par des OPC monétaires luxembourgeois se compose en majorité de titres émis par les émetteurs du reste du monde (50,0%), suivi par les émetteurs des autres pays de la zone euro (48,3%) et en dernier lieu par des émetteurs luxembourgeois qui ont un poids relativement faible de 1,7%. Le portefeuille de titres autres que des actions détenu par les OPC monétaires a progressé de 3,5% de septembre 2004 à 2005 et de 2,5% pendant le troisième trimestre de l'année en cours.

D'un point de vue sectoriel, les investissements des OPC monétaires se caractérisent essentiellement par la détention de titres émis par des établissements de crédit qui, sur une base cumulée des trois zones géographiques, représentent près de la moitié des titres «autres que des actions» détenus (51,8%); les titres émis par les administrations publiques représentent seulement

12,8% et ceux des autres secteurs près d'un tiers des investissements (35,4%).

Ces choix ne sont guère surprenant si l'on considère que l'objectif des OPC monétaires est de garantir un rendement proche du marché monétaire. A cette fin, les investissements doivent se faire soit dans des dépôts bancaires soit dans des titres de créance avec une échéance initiale et/ou résiduelle courte tout en recherchant des émetteurs d'une bonité exemplaire.

1.2.9 Le commerce extérieur

Sur les huit premiers mois de 2005, le déficit du commerce extérieur du Luxembourg s'est réduit de 11% en atteignant 2,3 milliards d'euros contre 2,5 milliards environ sur la même période de 2004. Cette contraction du déficit commercial résulte de la croissance (5,6%) des exportations de biens qui ont totalisé 6,6 milliards

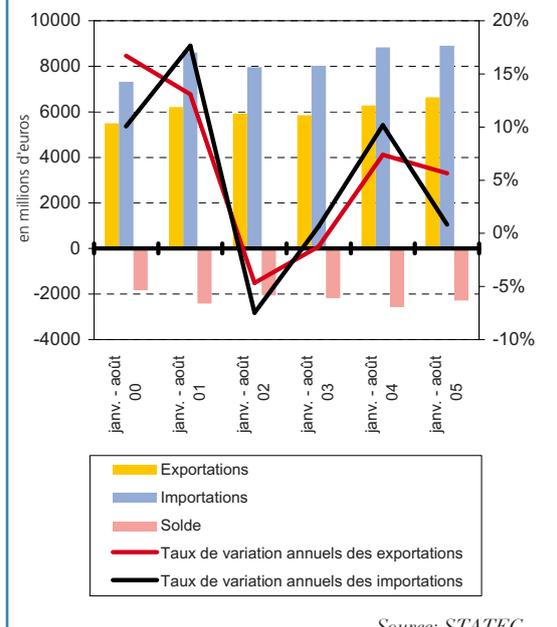
d'euros alors que les importations n'ont progressé que très légèrement (+0,8% à 8,9 milliards d'euros).

Même si les exportations se sont dans l'ensemble améliorées, les livraisons des produits sidérurgiques, qui représentent près de 30% de toutes les exportations du Luxembourg, ont accusé une baisse de 2,4% sous l'effet de la stagnation de la demande en Europe occidentale. La faiblesse des ventes du secteur sidérurgique a été compensée par la bonne tenue des livraisons de machines et équipements qui ont progressé de 14% et par la hausse de 6,3% des livraisons d'autres articles manufacturés classés d'après la matière première. S'y ajoutent aussi les exportations de produits chimiques et produits connexes qui se sont accrues de 11,8%. Par ailleurs, les livraisons à destination de la zone euro (77,4% de toutes les exportations) ont dans l'ensemble augmenté de 5,7%. Les ventes vers la Belgique et la France, qui ensemble représentent environ un tiers des exportations totales, ont par contre baissé de respectivement 0,1% et 10%. Les exportations vers les principaux marchés hors zone euro se sont bien portées à l'exception des fournitures de biens à destination du Japon (-11%).

La légère hausse des importations masque de fortes variations en sens contraires au niveau de différentes catégories et de différents partenaires commerciaux. Ainsi, les importations de matériel de transport, qui avaient atteint un niveau exceptionnellement élevé en 2004 en raison d'acquisitions d'aéronefs, se sont réduites de 11,7%. A cela s'ajoute aussi la réduction des importations de consommations intermédiaires du secteur sidérurgique (-10,7%), et d'articles manufacturés divers (-5,8%). Par contre, la facture liée aux importations de produits pétroliers s'est fortement appréciée (+32%) suite au renchérissement du prix du pétrole. Enfin, si les fournitures de biens en provenance de la zone euro (88% de toutes les importations) ont augmenté de 3,4%, les importations en provenance des Etats-Unis (pays fournisseur d'aéronefs ci-dessus), du Japon et des pays émergents d'Asie se sont fortement contractées.

Graphique 40

Commerce extérieur du Luxembourg



Source: STATEC

1.2.10 La balance des paiements

1.2.10.1 Le compte courant

Au premier semestre 2005, la balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent en baisse de 8% à environ 1,2 milliard d'euros contre 1,3 milliard au même semestre de 2004. Alors que les soldes des services et des transferts courants se sont nettement améliorés, la détérioration du solde courant s'explique par l'aggravation des déficits des revenus et des marchandises. Des paiements de dividendes à l'étranger intervenus au deuxième trimestre de 2005 se sont ajoutés au traditionnel déficit de la rémunération des frontaliers, alourdissant de 35% l'ensemble du déficit des revenus au premier semestre de 2005. De même, le déficit de la balance des marchandises a progressé de 5% au premier semestre 2005, essentiellement sous l'effet du ralentissement conjoncturel des exportations de produits sidérurgiques et sous l'effet de la hausse du prix des produits pétroliers.

Sur l'ensemble du premier semestre 2005, la contribution nette de la balance des services s'est, quant à elle, accrue de 12% à 5,8 milliards d'euros. Trois catégories de services ont contribué à cette amélioration: les services financiers, le transport (fret aérien) et les services d'assurance. L'excédent dégagé par les services financiers continue à enregistrer une performance notable en grande partie sous l'effet de l'évolution favorable du sec-

teur des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue une importante base de perception des commissions financières. Par ailleurs le solde des transferts courants s'est amélioré tant pour le secteur public que privé.

1.2.10.2 Le compte financier

Au cours du premier semestre de 2005, les transactions financières du Luxembourg avec le reste du monde se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 586 millions d'euros contre 819 millions au même semestre de 2004. Au niveau de différentes composantes du compte financier, les investissements de portefeuille, ainsi que les produits financiers dérivés ont enregistré des entrées nettes qui ont été plus que compensées par des sorties nettes enregistrées par les investissements directs et par les autres investissements (prêts et dépôts).

Les flux d'investissements de portefeuille ont été caractérisés par d'importantes souscriptions des non-résidents aux titres de participation émis au Luxembourg qui ont rapporté 88 milliards d'euros au premier semestre de 2005 contre respectivement 47 milliards et 25 milliards aux mêmes semestres de 2004 et de 2003. Cette évolution reflète pour l'essentiel le développement des fonds

d'investissements luxembourgeois. En tenant également compte des entrées de capitaux liées aux émissions de titres de créance (18,5 milliards d'euros), les placements des non-résidents en titres luxembourgeois ont totalisé près de 107 milliards d'euros au premier semestre 2005 contre 46,6 milliards au même semestre de 2004. Soulignons toutefois qu'une grande partie de fonds récoltés, notamment par les OPC, a été investie en titres de créance (60 milliards d'euros) et en actions (37 milliards) émis par les non-résidents. Au total, les investissements de portefeuille se sont donc soldés par des entrées nettes de capitaux de 10 milliards d'euros environ, auxquelles viennent s'ajouter 2,4 milliards d'entrées nettes au titre de produits financiers dérivés.

Les entrées nettes précitées ont globalement été compensées par des sorties nettes de 13 milliards environ, principalement sous forme d'autres investissements mais aussi, dans une moindre mesure, sous forme d'investissements directs. Une grande partie des entrées liées aux émissions d'obligations mentionnées ci-dessus a servi à financer des prêts internationaux intra-groupes. De même, une partie des fonds collectés par les OPC luxembourgeois, et qui n'a pas été investie en valeurs mobilières, a été placée sous forme de dépôts à l'étranger.

Tableau 27 Balance des paiements du Luxembourg¹⁾

Unité: Million EUR	2004 S1			2005 S1		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	45,833	44,548	1,285	51,136	49,952	1,183
Marchandises	5,430	6,777	-1,347	5,629	7,043	-1,414
Services	13,193	7,968	5,225	15,041	9,186	5,855
Revenus	25,469	27,493	-2,024	28,584	31,314	-2,730
Transferts courants	1,742	2,310	-568	1,882	2,409	-527
COMPTE DE CAPITAL	16	69	-53	14	82	-69
	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>
COMPTE FINANCIER²⁾			-819			-586
INVESTISSEMENTS DIRECTS³⁾	-17,226	13,311	-3,915	-6,712	5,386	-1,326
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-13,907	13,175	-732	-2,904	2,982	78
Autres opérations, Prêts intragroupes	-3,319	136	-3,183	-3,809	2,404	-1,405
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-11,388	46,662	35,273	-97,013	106,947	9,933
Titres de participation	-14,329	47,136	32,807	-37,018	88,399	51,381
Titres de créance	2,941	-475	2,466	-59,996	18,548	-41,448
PRODUITS FINANCIERS DERIVES			-2,176			2,422
AUTRES INVESTISSEMENTS	-58,862	28,840	-30,022	-88,362	76,731	-11,632
AVOIRS DE RESERVE			21			17
Erreurs et omissions			-413			-529

Source: BCL/STATEC

(1) Chiffres provisoires; des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

(2) Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie; pour les avoirs de réserve, un signe positif correspond à une diminution, alors qu'un signe négatif correspond à une augmentation des avoirs.

(3) Investissement directs: les avoirs se réfèrent aux investissements directs du Luxembourg à l'étranger et les engagements aux investissements directs de l'étranger au Luxembourg.

L'évolution de l'investissement international de portefeuille au Luxembourg et au niveau mondial de 1997 à 2004

A la fin du mois de septembre 2005, le Fonds Monétaire International (FMI) a rendu public les résultats révisés issus des enquêtes coordonnées sur les investissements de portefeuille (ECIP) pour les années 1997, 2001, 2002 et 2003.

Ces enquêtes ont été entreprises conformément aux recommandations formulées dans le Rapport Godeau (Report on the Measurement of International Capital Flows), que le FMI a publié en 1992. Ce rapport soulignait l'accroissement du volume des investissements de portefeuille à travers le monde, une des conséquences de la libéralisation des marchés financiers. Il était donc nécessaire d'organiser des enquêtes coordonnées pour collecter des éléments statistiques suffisamment cohérents.

La mise en oeuvre de l'ECIP a pour objet d'améliorer les statistiques concernant les avoirs d'investissement de portefeuille, détenus sous forme de titres de participation et de titres de créance à long et à court termes²⁷ émis par des non-résidents du pays déclarant. L'ECIP permet entre autres de répondre aux préoccupations suscitées par les discordances et lacunes que comportent les statistiques relatives aux flux financiers mondiaux. Il convient de noter que l'ECIP ne vise pas l'intégralité des titres détenus par les résidents et émis par les non-résidents. En effet, les titres relatifs à des investissements directs ne sont pas pris en compte par cette enquête.

27 Seuls les titres de participation et les titres de créance à long terme faisaient l'objet de l'ECIP en 1997. Les titres de créance à court terme n'y étaient inclus qu'à titre facultatif.

La première ECIP, à laquelle 29²⁸ pays ont pris part, a porté sur la situation à la fin de l'année 1997. Cette enquête comportait des lacunes significatives, notamment la non-participation d'un certain nombre de pays investisseurs importants ou de petits pays dotés d'une place financière internationale. En dépit de ces limitations, l'ECIP de 1997 a apporté des résultats encourageants. En effet, les informations collectées ont permis, entre autres, de mieux connaître les diverses méthodologies et pratiques nationales pour la collecte de données. A partir de ces renseignements, des normes méthodologiques de haute qualité et certaines spécifications communes ont pu être établies, afin de faciliter les échanges de données dans le monde entier.

Ainsi, le FMI a recommandé qu'une nouvelle enquête soit organisée sur la situation à la fin 2001 et que l'exercice soit renouvelé à intervalles réguliers à l'avenir. Il a été décidé par la suite que l'ECIP serait reconduite sur base annuelle. Pour la deuxième édition en 2001 et pour les deux années suivantes, près de 70 pays internationaux dont le Luxembourg ont participé à l'ECIP.

Résultats pour le Luxembourg

Zone euro

Le tableau ci-dessous reprend l'ensemble des investissements de portefeuille par les différents pays membres de la zone euro.

Tableau 28 Investissements de portefeuille détenus par les pays membres de la zone euro (en milliards de USD)

<i>Investisseurs de la zone euro</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
1 France	710	932	1 367
2 Luxembourg	821	923	1 333
3 Allemagne	792	898	1 205
4 Irlande	433	574	812
5 Italie	552	596	791
6 Pays-Bas	486	570	783
7 Espagne	173	272	433
8 Belgique	280	319	415
9 Autriche	112	152	207
10 Finlande	56	76	107
11 Portugal	45	62	97
12 Grèce	8	18	34
Total zone euro	4 468	5 392	7 584

Source: FMI, BCL

Les investisseurs luxembourgeois détiennent des titres émis par un grand nombre de pays²⁹, mais les bénéficiaires majeurs de ces investissements sont les Etats membres de la zone euro. En 2003, 49% de l'ensemble des titres détenus au Luxembourg dans le cadre des investissements de portefeuille à l'étranger sont émis par les pays de la zone euro, tandis que 65% des titres émis au Luxembourg, principalement des parts d'OPC, sont détenus par ces pays selon l'ECIP. Ces deux rapports ont été également observés pour les deux années

28 Argentine, Australie, Autriche, Belgique, Bermudes, Canada, Chili, Corée, Danemark, Espagne, Etats-Unis, Finlande, France, Islande, Indonésie, Irlande, Israël, Italie, Japon, Malaisie, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Singapour, Suède, Thaïlande et Venezuela.

29 Les détails des données sont disponibles sur le site Internet de la BCL (www.bcl.lu) table 11.6: «Ventilation géographique détaillée des avoirs de portefeuille détenus par les résidents luxembourgeois»

précédentes. Parmi les 12 pays membres de la zone euro, le Luxembourg occupe la première position en 2001 en terme de l'investissement de portefeuille à l'étranger, mais il s'est classé deuxième en 2002 et 2003, juste derrière la France, mais devant l'Allemagne.

Pays de l'Union européenne hors zone euro

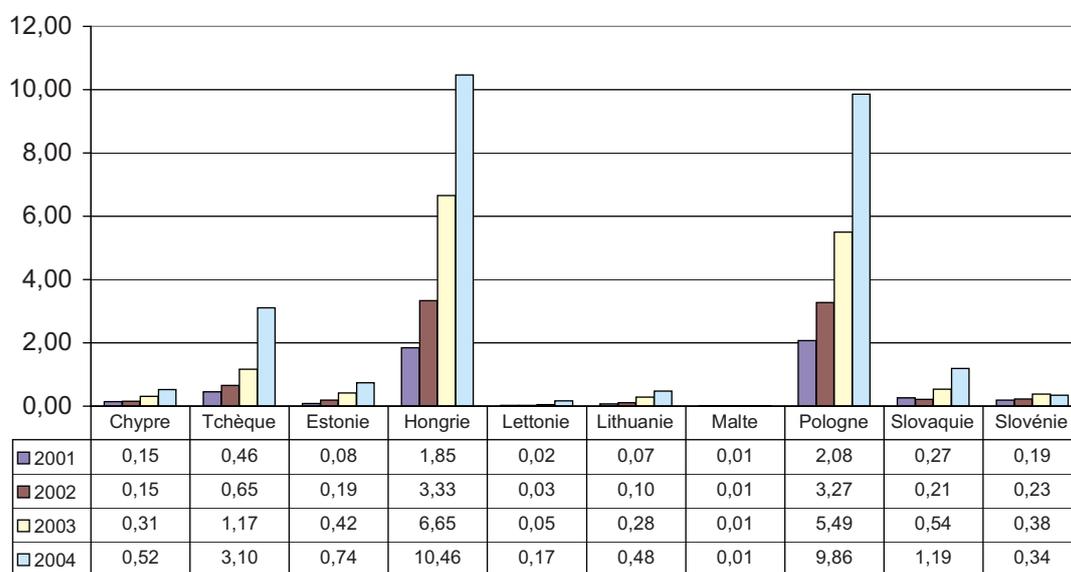
En 2003, le volume des titres émis par les trois pays³⁰ qui n'appartiennent pas à la zone euro et détenus au Luxembourg est estimé à 150 milliards de USD, ce qui représente 11% des investissements de portefeuille à l'étranger des résidents luxembourgeois. En revanche, selon l'ECIP, seulement 8% des titres émis au Luxembourg sont détenus par ces trois pays.

Avec l'arrivée des dix nouveaux pays dans l'Union européenne en 2004, les investissements de portefeuille du Luxembourg dans les 13 pays de l'Union européenne hors zone euro s'élèvent à 196 milliards de USD et représentent 12% du volume total. Les titres émis par le Luxembourg et détenus par ces pays s'élèvent à 70 milliards de USD, soit 8% du volume total.

Parmi les 10 nouveaux membres de l'Union européenne, la Hongrie et la Pologne ont la faveur du Luxembourg dans ce domaine: en 2004, les investissements des résidents luxembourgeois dans ces deux pays étaient de l'ordre de 10 milliards de USD, chiffre légèrement supérieur à titre de comparaison au montant investi au Portugal.

Graphique 41

L'investissement de portefeuille du Luxembourg dans les 10 nouveaux pays membres de l'Union européenne (en milliards de USD)



Source: FMI, BCL

Le reste du monde

Si les différents pays sont pris individuellement, les Etats-Unis occupent toujours la première place parmi les pays émetteurs de titres détenus au Luxembourg. Un léger fléchissement a été observé en 2002, mais les investissements des résidents luxembourgeois dans ce pays ont progressé les années suivantes, pour atteindre 261 milliards de USD en 2004, contre 178 milliards en 2001. Cependant, converti en euro, le volume de ces

³⁰ Danemark, Suède, Grande-Bretagne

investissements ont légèrement diminué de 202 à 192 milliards d'euros (en 2001 et en 2004 respectivement) en raison de la dépréciation du dollar américain par rapport à l'euro entamée en 2002.

De plus, cette dépréciation a entraîné un ancrage de plus en plus profond de la stratégie d'investissement du Luxembourg dans le monde économique européen. En effet, une diminution en pourcentage des titres américains détenus par les résidents luxembourgeois a été observée, à savoir 22% en 2001 contre seulement 16% en 2004.

L'ECIP a permis d'ailleurs de constater que la stratégie des investisseurs luxembourgeois varie en fonction des contreparties. En 2003, alors que 54% des titres américains détenus au Luxembourg sont des titres de participation, tel n'est le cas pour seulement 18% dans le cas des titres émis par l'Allemagne. En revanche, pour les investissements en titres de créance, les résidents luxembourgeois se tournent forcément davantage vers les émetteurs allemands.

Tableau 29 Les plus grands pays émetteurs de titres détenus par le Luxembourg (en milliards de USD)

<i>Pays émetteurs de titres</i>	2001		2002		2003		2004	
1 Etats-Unis	178	22%	176	19%	232	17%	261	16%
2 Allemagne	150	18%	171	19%	213	16%	230	14%
3 France	59	7%	69	7%	119	9%	139	9%
4 Italie	47	6%	67	7%	107	8%	130	8%
5 Grande-Bretagne	60	7%	66	7%	100	8%	116	7%
6 Pays-Bas	54	7%	63	7%	82	6%	87	5%
7 Japon	27	3%	23	2%	42	3%	75	5%
8 Espagne	24	3%	23	3%	34	3%	60	4%
9 Belgique	28	3%	33	4%	39	3%	47	3%
10 Îles Caïmans	20	2%	24	3%	37	3%	43	3%
Autres	172	21%	207	22%	330	25%	428	26%
Total des investissements	821		923		1 333		1 616	

Source: BCL

Les investissements des résidents luxembourgeois en Asie ont progressé à un rythme soutenu. Dans cette partie du globe, le Japon est de loin le favori des investisseurs luxembourgeois; le volume de leurs placements dans ce pays s'élève à près de 75 milliards de USD en 2004, devançant la Corée du Sud (13 milliards) et Hongkong (10 milliards). Quant à la Chine, les investissements luxembourgeois relèvent principalement des investissements directs. S'agissant de la stratégie en matière de placement en Asie, les investisseurs luxembourgeois ont montré une nette préférence pour les titres de participation, surtout en Chine et en Inde (plus de 95%). Cette tendance, bien que renforcée au fil des ans en ce qui concerne ces deux pays, est quelque peu atténuée en faveur des titres de créance dans d'autres pays, tels que le Japon, la Malaisie ou Singapour. La détention de titres de créance émis par ces pays gagne peu à peu du terrain dans le portefeuille des résidents luxembourgeois (37% en 2004 contre 24% en 2001 pour les titres japonais).

Tableau 30 Investissements du Luxembourg en Asie (en milliards de USD)

<i>Pays émetteurs</i>	2001	2002	2003	2004
1 Japon	27,34	22,83	42,22	74,80
2 Corée du Sud	3,54	5,72	9,50	13,47
3 HongKong	4,79	3,60	7,27	9,53
4 Taiwan	2,63	2,81	5,81	7,41
5 Indes	1,47	1,36	3,89	6,58
6 Singapour	1,59	1,40	3,14	4,26
7 Chine	0,92	1,06	3,46	3,83
8 Malaisie	0,99	1,37	2,12	3,78
9 Thaïlande	0,62	0,86	2,77	2,94
10 Indonésie	0,31	0,46	1,62	2,25

Source: FMI, BCL

Résultats de l'ensemble des pays participants à l'enquête

Les plus grands pays investisseurs

En 2003, les investissements à l'étranger des résidents luxembourgeois ont été estimés à 1 333 milliards de USD, contre 821 milliards évalués en 2001. Avec 7% du total de portefeuille recensé par tous les pays participants à l'ECIP 2003, le Luxembourg se positionne à la cinquième place parmi les plus grands pays investisseurs de portefeuille.

Tableau 31 Les grands pays investisseurs (en milliards de USD)

<i>Pays investisseurs</i>	2001		2002		2003	
1 Etats-Unis	2 304	18,12%	2 246	15,88%	3 134	16,45%
2 Japon	1 290	10,15%	1 395	9,86%	1 721	9,04%
3 Grande-Bretagne	1 304	10,26%	1 378	9,74%	1 710	8,97%
4 France	710	5,59%	932	6,59%	1 367	7,18%
5 Luxembourg	821	6,46%	923	6,53%	1 333	7,00%
6 Allemagne	792	6,23%	898	6,35%	1 205	6,33%
7 Irlande	433	3,41%	574	4,06%	812	4,26%
8 Italie	552	4,34%	596	4,21%	791	4,15%
9 Pays-Bas	486	3,82%	570	4,03%	783	4,11%
10 Suisse	489	3,85%	521	3,68%	654	3,44%
Autres	3 532	27,78%	4 110	29,06%	5 541	29,08%
Total des investissements	12 711		14 142		19 051	

Source: FMI, BCL

Une certaine similitude se dégage en terme de ventilation des risques entre les actions et obligations parmi les pays participants à cette enquête, à l'exception des Etat-Unis. En effet, l'ECIP 2003 indique, à l'instar de la plupart des pays participants, que le portefeuille de titres détenus au Luxembourg est composé d'environ 37% de titres de participation et 63% de titres de créance. En revanche, les résidents américains ont effectué plus de 66% de leurs investissements à l'étranger en titres de participation.

Tableau 32 Ventilation des titres détenus par l'ensemble des pays participants à l'ECIP 2003 (en milliards de USD)

<i>Pays investisseurs</i>	<i>Titres de participation</i>	<i>Titres de créance long-terme</i>	<i>Titres de créance court-terme</i>	<i>TOTAL</i>
1 Etats-Unis	2 080	869	185	3 134
2 Japon	274	1 407	40	1 721
3 Grande-Bretagne	664	935	110	1 710
4 France	338	910	120	1 367
5 Luxembourg	488	750	95	1 333
6 Allemagne	441	750	14	1 205
7 Irlande	211	386	214	812
8 Italie	331	454	6	791
9 Pays-Bas	327	449	6	783
10 Suisse	294	335	25	654
Autres	1 490	3 329	722	5 541
Total des investissements	6 939	10 574	1 539	19 051

Source: FMI, BCL

Les plus grands pays émetteurs

L'ECIP fait apparaître que six des dix plus grands pays émetteurs de titres sont membres de la zone euro, (Allemagne, France, Pays-Bas, Italie, Luxembourg, Espagne) totalisant près de 35% des investissements recensés. Le Luxembourg se positionne à la septième place avec 847 milliards de USD de titres émis en 2003.

Il convient de préciser que les données agrégées publiées par le FMI sont obtenues par le croisement et la combinaison des informations statistiques rapportées par tous les participants à l'enquête. Ces données sont à considérer avec réserves, en raison de la complexité que représente une telle enquête, en particulier pour les titres nationaux détenus par des non-résidents. De plus, tous les pays du monde ne participent pas à l'enquête. Finalement, la méthodologie du FMI stipule que chaque pays participant rapporte uniquement la détention de titre internationaux, tandis que les engagements internationaux s'obtiennent par agrégation des déclarations miroirs. A titre d'exemple, la position extérieure globale du Luxembourg indique que le volume de ses engagements en 2003 est estimé à 1 335 milliards de USD, tandis que le volume des titres luxembourgeois détenus à l'étranger est évalué à 847 milliards de USD à l'issu de l'ECIP 2003.

Tableau 33 Les grands pays émetteurs (en milliards de USD)

Pays émetteurs		2001		2002		2003	
1	Etats-Unis	3 101	24,40%	3 288	23,25%	4 145	21,76%
2	Grande-Bretagne	1 290	10,15%	1 381	9,77%	1 827	9,59%
3	Allemagne	1 167	9,18%	1 367	9,66%	1 822	9,56%
4	France	777	6,12%	853	6,03%	1 298	6,81%
5	Pays-Bas	705	5,55%	822	5,81%	1 116	5,86%
6	Italie	580	4,56%	738	5,22%	979	5,14%
7	Luxembourg	525	4,13%	649	4,59%	847	4,45%
8	Japon	542	4,27%	511	3,62%	729	3,83%
9	Îles Caïmans	416	3,27%	535	3,78%	704	3,69%
10	Espagne	285	2,24%	333	2,36%	478	2,51%
	Autres	3 324	26,15%	3 665	25,92%	5 106	26,80%
Total des titres émis		12 711		14 142		19 051	

Source: FMI, BCL

1.2.11 Les projections macro-économiques

Les projections macro-économiques précédentes de la BCL datent du printemps 2005³¹ et ont été élaborées dans un contexte où l'économie luxembourgeoise, malgré une sortie précoce du ralentissement conjoncturel, connaissait encore une croissance mitigée. La poursuite de la reprise conjoncturelle se faisait de manière hésitante, d'autant plus qu'elle était hypothéquée par l'évolution peu favorable du prix du pétrole. Une décélération de la croissance du PIB réel en 2005 par rapport à 2004 – cette dernière année étant appréhendée sur la base des comptes nationaux – se profilait ainsi, ce qui justifiait une fourchette de croissance s'étalant de 3,2% à 3,8% en 2005.

Depuis lors, les nouvelles informations relatives à l'activité économique au Luxembourg se limitent aux indicateurs à court terme. Ceux-ci fournissent certes un aperçu de l'évolution conjoncturelle dans certains secteurs, mais il ne s'agit que d'une vue partielle, les comptes nationaux offrant un panorama plus exhaustif. La publication d'une version révisée des comptes nationaux a été retardée de quelques semaines, de sorte qu'elle n'a pas pu être intégrée dans le présent exercice de prévision. A l'instar de l'exercice précédent, les projections sont donc basées sur la première estimation des comptes nationaux pour l'année 2004.

Les indicateurs conjoncturels confirment la poursuite de l'amélioration conjoncturelle et suggèrent que, contrairement aux attentes de l'époque, l'économie luxembourgeoise fait preuve d'une résistance remarquable face au choc pétrolier. Les indicateurs sont orientés favorablement pour la deuxième année consécutive. Ainsi, un des pivots de l'économie, le secteur bancaire, a présenté d'excellents résultats aux deuxième et troisième trimestres de l'année. Grâce à la forte progression des marchés boursiers, les revenus sur commissions ont progressé de près de 13% au cours des neuf premiers mois de l'année. Conforté par ces résultats, l'emploi bancaire continue à progresser, alors que l'évolution des frais d'exploitation reste empreinte d'une volonté de maîtrise des coûts. En conséquence, le résultat avant provisions s'affiche en hausse de 20% par rapport à la même période de l'année précédente. Le secteur des transports fait quant à lui preuve d'un grand dynamisme, en dépit du fait que ses frais opérationnels sont dans une large mesure conditionnés par le coût du pétrole. Selon les données disponibles, le secteur tire profit de l'expansion du commerce mondial, de sorte qu'il présente une progression de 18% de son chiffre d'affaires au premier semestre 2005. De surcroît, la Balance des Paiements confirme le dynamisme des exportations, qui progressent de 11% au premier semestre sous l'influence des services financiers.

31 Voir Rapport Annuel 2004, pp. 50-53

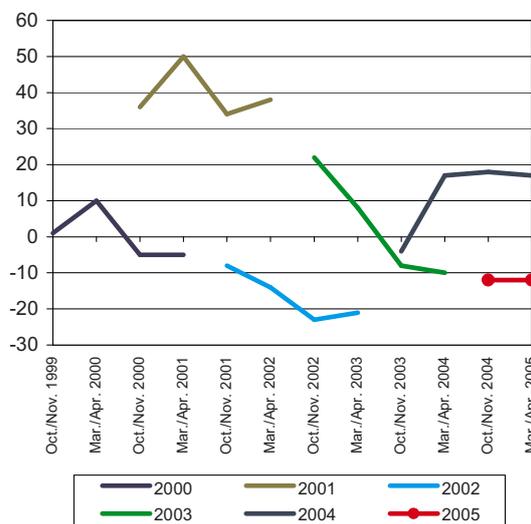
Ce taux est certes en décélération par rapport à 2004, mais il demeure nettement supérieur aux taux observés au cours des années 2001 à 2003.

La forte progression du prix du pétrole et la faible croissance enregistrée dans la zone euro au deuxième trimestre avaient cependant pesé sur le climat des affaires dans l'industrie. Vers la mi-2005, l'opinion des chefs d'entreprises du secteur industriel semblait annoncer un ralentissement imminent. A l'opposé, les indicateurs relatifs à la production industrielle laissent augurer une expansion de l'ordre de 5% sur les huit premiers mois de l'année. Une telle progression, malgré le grand dynamisme de la branche de l'énergie, serait certes toujours en retrait par rapport à l'année 2004, mais cette évolution n'en est pas moins fondamentalement favorable.

La production semble, en général, profiter davantage de l'expansion du commerce international qu'elle ne subit les effets défavorables de l'évolution du prix du pétrole. Tel n'est cependant pas le cas pour la demande interne, qui demeure un considérable facteur d'incertitude. Les indicateurs à court terme qui s'y rapportent font état d'une évolution mitigée. Le chiffre d'affaires dans le commerce de détail et les immatriculations de voitures neuves témoignent d'un comportement empreint de prudence de la part des consommateurs. De même, les résultats d'avril/mai 2005 des enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie laissent entrevoir une diminution des investissements des entreprises en 2005, alors qu'en 2004 l'investissement avait connu un rebond après deux années consécutives de baisse (voir graphique).

Graphique 42

Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie (dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)³²



Source: Commission européenne

En général, le scénario international tel qu'il prévalait en juin 2005 dans les projections macro-économiques des institutions internationales est toujours de mise, même s'il a été adapté ponctuellement. Une modification importante concerne les hypothèses relatives au prix du pétrole, ce dernier ayant été fortement révisé à la hausse. La croissance du commerce international a été revue à la baisse, alors que les prévisions relatives au PIB mondial ont été légèrement ajustées à la hausse. En somme, les années 2005 à 2007 accuseraient une décélération par rapport à l'année 2004, tout en connaissant une expansion supérieure à la moyenne historique. En 2004, l'économie mondiale avait d'ailleurs connu l'expansion la plus importante au cours des 20 dernières années.

Cependant, en ce qui concerne la zone euro, une amélioration se fait jour. L'embellie, avec une croissance trimestrielle du PIB réel de 0,6% au troisième trimestre 2005, tranche nettement avec la croissance atone enregistrée depuis la mi-2004, ce qui indique que la conjoncture internationale favorable s'est finalement

³² Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, on déduit les taux de variation annuels des dépenses d'investissement à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A et telles que recensées en A+1.

répercutée sur la zone euro. Le scénario central retenu par l'Eurosystème dans ses projections de septembre 2005, en l'occurrence un raffermissement progressif de l'activité économique à compter du deuxième semestre 2005, semble ainsi se confirmer. D'ailleurs, dans son exercice de projections de décembre 2005, l'Eurosystème a révisé légèrement à la hausse ses projections

pour le PIB réel. En 2005, la croissance devrait se situer dans une fourchette de croissance comprise entre 1,2% et 1,6%, alors qu'une fourchette s'étalant de 1,0% à 1,6% était encore de mise en septembre 2005. La croissance économique devrait s'accélérer davantage pour s'établir dans une fourchette de 1,4% et 2,4% en 2006 et 2007.

Tableau 34 Projections des institutions internationales (taux de variation annuel³³)

	2004	2005	2006	2007
Commerce mondial (CE)	11,6 (+0,9)	6,9 (-1,3)	7,4 (-)	7,3
PIB mondial (CE)	5,2 (+0,2)	4,3 (+0,1)	4,3 (+0,2)	4,2
PIB zone euro (CE)	2,1 (+0,1)	1,3 (-0,3)	1,9 (-0,2)	2,1
PIB zone euro (Eurosystème)	1,8	1,2 - 1,6	1,4 - 2,4	1,4 - 2,4
Demande internationale adressée au Luxembourg	6,8 (+0,1)	5,1 (-)	5,8 (-0,4)	5,6
Prix du pétrole en \$/b ³⁴	38,3	55,0 (+4,6)	60,0 (+9,3)	59,5
Taux de change \$/€ ³⁵	1,24	1,25 (-0,4)	1,19 (-0,1)	1,19

Source: Banque centrale européenne, Commission européenne

La demande internationale adressée au Luxembourg, qui constitue un facteur clé pour une économie tournée vers l'extérieur, demeurerait sur un sentier d'expansion, même si la progression de la demande internationale a été revue à la baisse.

S'agissant du profil de la croissance économique au Luxembourg, les derniers comptes trimestriels disponibles témoignent d'une progression du PIB réel relativement faible au premier trimestre 2005. Le taux annuel, de l'ordre de 3,1%, fait suite à une décélération déjà observée depuis le quatrième trimestre 2003. L'évolution des indicateurs conjoncturels suggère cependant qu'un rebond de la croissance est probable. Le taux annuel du PIB réel n'a probablement plus enregistré de décélération au deuxième trimestre et il a vraisemblablement connu une nette accélération aux troisième et quatrième trimestres de 2005. Les résultats du secteur bancaire tout comme le rebond conjoncturel dans la zone euro corroborent d'ailleurs ce scénario d'une inflexion à la hausse de la croissance au second semestre 2005. Par ailleurs, les hypothèses techniques suggèrent une poursuite du raffermissement économique au-delà de l'année 2005.

Pour ce qui est des composantes domestiques de l'optique dépenses du PIB, l'examen des évolutions est compliqué par la non disponibilité d'indicateurs conjoncturels susceptibles de mettre à jour des tendances fiables quant à l'évolution des agrégats macro-économiques. Les indicateurs à court terme présagent aussi d'une évolution pour le moins mitigée de la part de la consommation privée et de l'investissement privé non-résidentiel en 2005. Pourtant, les fondamentaux semblent relativement bien orientés et ne sont donc guère susceptibles de contrarier une hausse de ces composantes en 2006. Évaluée à l'aune des indicateurs mensuels, la consommation privée semble stagner. Ce comportement témoigne cependant davantage d'un manque de confiance des consommateurs que d'un pouvoir d'achat limité. La progression de l'emploi et des salaires réels, conjuguée à l'indexation automatique des salaires, a en effet induit une hausse du revenu disponible réel net d'impôts des ménages. L'investissement privé devrait quant à lui être favorisé par la reprise de la demande dans la zone euro, par l'élargissement de la marge de profit ainsi que par les conditions financières, qui demeurent très favorables. La dynamique conjoncturelle au Luxembourg reste

³³ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de mai/juin 2005, en points de pourcentage

³⁴ Révisions en \$/b

³⁵ Révisions en \$/€

largement tributaire des développements du commerce international. Les exportations devraient profiter d'une demande internationale bien orientée sur l'horizon de projection et demeureraient de la sorte la composante la plus dynamique du PIB.

Finalement, il semble que la phase d'expansion hésitante observée depuis la mi-2004 a été de courte durée, l'économie luxembourgeoise ayant rapidement renoué avec une croissance plus soutenue au deuxième semestre 2005. S'appuyant sur l'analyse de la situation actuelle et dans le contexte d'un scénario internatio-

nal tel qu'évoqué ci-dessus, il paraît justifié de revoir à la hausse les projections de la croissance économique pour l'année 2005, qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 3,5% à 4,1%. Selon les indicateurs actuels, la demande internationale pourrait en outre connaître une légère accélération en 2006, ce qui laisserait présager une croissance économique située dans une fourchette comprise entre 3,5% et 4,5% en 2006. Le Luxembourg connaîtrait alors pour la troisième année consécutive une croissance économique appréciable, de surcroît supérieure à la croissance observée dans les pays voisins et au sein de la zone euro.

Tableau 35 Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à juin 2005 (en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)

	Décembre 2005				Révisions		
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006
PIB réel	4,5	3,5 - 4,1	3,5 - 4,5	3,0 - 5,0	-	0,3	0,1
IPCH	3,2	3,8	2,4	2,1	-	0,3	0,2
IPCH énergie	11,8	15,3	6,1	-0,4	-	5,8	5,5
IPCH excluant l'énergie	2,5	2,4	1,8	2,4	-	-0,3	-0,6
IPCN	2,2	2,5	2,2	1,7	-	0,3	0,6
IPCN excluant l'énergie	1,8	1,7	1,8	1,9	-	-	-
Echelle mobile des salaires	2,1	2,5	1,9	2,5	-	0,2	-0,2
Rémunération par tête	2,5	3,6	3,1	3,6	-	0,5	-0,2
Emploi salarié	2,7	3,2	2,8	2,7	-	0,7	0,4
Taux de chômage	4,2	4,6	4,8	4,9	-	0,1	0,3

Source: BCL

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, l'avenir se présente en demi-teinte. Il convient en particulier de citer les éléments suivants. Bien que peu d'informations aient été diffusées depuis les projections de juin, les négociations salariales semblent se caractériser par un comportement relativement prudent des partenaires sociaux. Cette modération s'explique probablement par la dynamique hésitante de la conjoncture et par la progression du chômage. De plus, la forte détérioration de la marge de profit des entreprises enregistrée en 2001 et en 2002 n'a pas encore été annulée. L'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix, le renchérissement du pétrole, la montée du chômage et la volonté de maîtrise des coûts salariaux dans les pays voisins plaident de concert pour une hausse plus modérée des salaires réels. Le scénario sous-jacent incorpore une hausse moyenne des salaires réels de 1% par an.

Pour ce qui est de l'inflation, l'accélération des prix en 2005, plus importante qu'estimé en juin 2005, résulte

essentiellement de la forte progression du prix du pétrole, l'inflation excluant l'énergie connaissant une évolution plus favorable. Suite à l'évolution récente de l'inflation, une adaptation automatique des salaires est survenue en octobre, soit plus tôt qu'anticipé en juin 2005. La prochaine tranche indiciaire est désormais prévue pour la fin de l'année 2006 ou le début de l'année 2007. Le scénario d'une baisse de l'inflation en 2006 repose essentiellement sur l'absence de nouvelles mesures fiscales, sur une inflation importée modérée et sur un prix du pétrole qui ne progresserait plus. Par contre, l'IPCN excluant l'énergie devrait légèrement s'accélérer en 2006, du fait d'une inflation plus élevée pour les prix des services. Il présente un profil différent de l'IPCH excluant l'énergie, qui baisse fortement en 2006 en raison de l'absence d'un nouvel accroissement de la fiscalité sur le tabac (voir aussi les projections d'inflation sous 1.2.1.1).

La robustesse de l'économie est corroborée par la forte création d'emplois en 2005, en accélération par rapport

à 2004. Il se pourrait également que la progression de l'emploi soit favorisée par des facteurs temporaires ou par des éléments qui ne sont pas directement liés à l'activité économique. Le développement du travail à temps partiel, la forte création d'emplois dans les branches de la santé et des transports par eau, et des «mesures» pour l'emploi qui sont partiellement comptabilisés dans les statistiques de l'emploi constituent des facteurs susceptibles d'amplifier artificiellement la progression de l'emploi. L'impact de ces facteurs devrait s'estomper au fil du temps de sorte que, la progression de l'emploi pourrait ralentir. La création d'emplois dans le secteur public, qui avait bénéficié de la présidence luxembourgeoise de l'Union européenne au cours de la première moitié de 2005, devrait également ralentir au cours des mois à venir. En revanche, le taux de chômage est en augmentation tendancielle et ce malgré l'amélioration conjoncturelle et l'embellie sur le front de l'emploi. De plus, aucun ralentissement dans la hausse des mesures pour l'emploi n'est perceptible. Par conséquent, le taux de chômage pourrait encore augmenter en 2006 et 2007, se rapprochant graduellement des 5%. Ceci est d'autant plus probable que selon une étude portant sur la loi d'Okun, seule une croissance annuelle du PIB réel d'au moins 6,5% permettrait de stabiliser le taux de chômage au Luxembourg. Une étude similaire met d'ailleurs en évidence un seuil de création d'emplois se situant autour de 3,5% pour stabiliser le taux de chômage.

Analyse des risques

Sur base du scénario central, le sommet du cycle conjoncturel serait enregistré en 2004. Le secteur financier revêt cependant une importance particulière au Luxembourg. Dans un tel contexte, une croissance du PIB en 2005 qui serait pratiquement du même ordre de grandeur qu'en à 2004 n'est pas à exclure si les résultats du quatrième trimestre 2005 sont à la hauteur de ceux du troisième trimestre.

Etant donné que les comptes nationaux révisés pour l'année 2004 n'ont pas été publiés avant la finalisation de ces projections, les résultats se basent sur la première estimation des comptes nationaux publiés en

mai 2005. Des révisions de données peuvent affecter considérablement les projections en modifiant, non seulement le profil, mais également la composition de la croissance du PIB.

Fin 2005, le STATEC, tout comme les autres Instituts de Statistique de l'Union européenne, va procéder à des changements méthodologiques concernant le calcul du PIB. Plus précisément, le traitement statistique des Services d'Intermédiation Financière Indirectement Mesurés (SIFIM), qui sont actuellement considérés en tant que consommation intermédiaire pour l'économie dans son ensemble, sera modifié impliquant à priori que le niveau du PIB sera revu à la hausse. Dans la plupart des pays, ce changement n'implique guère de modifications pour les taux de croissance du PIB. Néanmoins, au Luxembourg, étant donné l'importance du secteur financier ainsi que le poids et la volatilité des SIFIM dans les comptes nationaux, cet ajustement méthodologique serait susceptible d'engendrer des changements significatifs du niveau et du profil de la croissance du PIB. A l'heure actuelle, il n'est pas possible de quantifier cet impact, ce qui exacerbe l'incertitude inhérente à toute projection macro-économique.

1.2.12 Les finances publiques

Le projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2006 a été déposé à la Chambre des Députés le 19 octobre 2005. Comme l'indique le compte provisoire 2004, l'Etat central au sens strict, à l'exclusion donc des transactions des fonds spéciaux, aurait accusé un déficit de l'ordre de 150 millions d'euros en 2004 après affectation de plus-values de recettes à certains fonds spéciaux. Par rapport au compte 2004, qui constitue une base de comparaison plus appropriée que le budget 2005 adopté à la fin de 2004, les recettes prévues au projet de budget 2006 progresseraient de 8,8% en deux ans, ce qui équivaldrait à une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 4%. Les dépenses augmenteraient à un rythme plus soutenu que les recettes sur la même période de deux ans, de sorte que le déficit s'accroîtrait pour atteindre 300 millions d'euros en 2006 – soit environ 1% du PIB.

Tableau 36 Aperçu du projet de budget 2006 de l'Etat central (au sens strict)

En millions d'euros, sauf mention contraire

	Compte provisoire 2004	Budget définitif 2005	Projet de budget 2006	Croissance nominale 2004-2006
Recettes	6 734,8	6 902,5	7 328,0	+8,8%
Recettes courantes	6 618,7	6 828,7	7 223,7	+9,1%
Recettes en capital	116,0	73,8	104,3	-10,1%
Dépenses	6 889,1	7 009,2	7 629,3	+10,7%
Dépenses courantes	5 968,2	6 303,1	6 852,2	+14,8%
Dépenses en capital	920,9	706,1	777,1	-15,6%
Solde	-154,3	-106,7	-301,3	--
dont solde courant	650,6	525,6	371,5	--
dont solde en capital	-804,9	-632,3	-672,8	--

Sources: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2006, Ministère des Finances.*

Ce dernier montant fait cependant abstraction du déficit croissant des fonds spéciaux, qui résulte de la dichotomie entre d'une part les dotations versées par l'Etat central aux fonds et d'autre part les dépenses des fonds telles qu'elles sont programmées aux annexes du projet de budget. Le tableau reproduit ci-dessous consiste en une consolidation des données budgétaires relatives aux fonds spéciaux et à l'Etat central au sens strict. Cette pratique permet de présenter les données figurant au projet de budget 2006 selon un format conceptuellement proche du système de comptes SEC 95. Pour rappel, ce dernier constitue l'une des pierres angulaires de la surveillance budgétaire multilatérale au niveau européen, qui se rapporte à l'ensemble des administrations publiques (à savoir non seulement l'administration centrale, mais également les pouvoirs locaux et la sécurité sociale).

Les dépenses de l'Etat central consolidé s'accroîtraient de plus de 15% sur la période de deux ans 2004-2006 en cas de réalisation intégrale des programmes de dépenses des fonds, alors que la hausse relative au seul Etat au sens strict se limiterait à 10,7% sur le même horizon de temps. Dans un tel contexte, le déficit de l'Etat consolidé se monterait à 1 146 millions d'euros en 2006, ce qui équivaldrait à 3,95% du PIB³⁶. Cette estimation est pratiquement identique à celle qui figure à l'exposé introductif du projet de budget 2006, où il ressort que le déficit atteindrait 4,1% du PIB en 2006³⁷. Une certaine divergence n'est du reste guère surprenante. La consolidation effectuée dans le tableau ci-dessous ne permet en effet pas de procéder à l'ensemble des ajustements requis par le système SEC 95, ce qui exigerait l'accès à de nombreuses données non disponibles à ce stade.³⁸

³⁶ Ce montant comprend une estimation de l'impact de la décision d'Eurostat relative aux partenariats public-privé.

³⁷ La 7^{ème} actualisation du programme de stabilité du Luxembourg a ramené le déficit de l'administration centrale estimé pour 2006 à 3,8% du PIB. Cette réestimation reflète la prise en compte d'un transfert courant des administrations locales à l'administration centrale, ce transfert se montant à 0,3% du PIB. Il en résulte une révision de sens opposé du solde des communes prévu pour 2006. Alors que le projet de budget postulait un surplus des pouvoirs locaux de l'ordre de 0,3% du PIB, le programme de stabilité table sur un solde de 0,0% du PIB en 2006. Ce faisant, le solde des communes postulé pour 2006 se rapproche de l'estimation publiée par la BCL dans son avis sur le projet de budget 2006.

³⁸ Les ajustements non considérés se rapportent notamment aux transactions financières et à certains amortissements de la dette ou encore à l'incidence du mode d'imputation temporelle des dépenses ou des recettes. En outre, le compte SEC 95 élaboré régulièrement par le STATEC prend en compte divers établissements publics qui ne sont qu'imparfaitement considérés dans le cadre du présent avis faute de renseignements suffisamment précis dans le projet de budget.

Tableau 37 Version consolidée des opérations budgétaires de l'Etat central

En millions d'euros, sauf mention contraire

	2004	2005	2006	Croissance 2004-2006 (2 ans)
1. Dépenses de l'Etat au sens strict	6 889,1	7 009,2	7 629,3	+10,7%
2. Transferts de l'Etat au sens strict aux fonds (-)	-1 238,6	-1 159,0	-1 374,4	+11,0%
3. Dépenses effectives ou programmées des fonds	2 024,6	2 190,6	2 581,8	+27,5%
4. Dépenses de l'Etat consolidé (= 1.+2.+3.)	7 675,1	8 040,7	8 836,8	+15,1%
5. Recettes de l'Etat au sens strict	6 734,8	6 902,5	7 328,0	+8,8%
6. Recettes propres des fonds	331,1	340,0	362,6	+9,5%
7. Recettes de l'Etat consolidé (=5.+6.)	7 065,8	7 242,4	7 690,6	+8,8%
8. Solde de l'Etat consolidé (=7.- 4.)	-609,3	-798,3	-1 146,2	--
Pour mémoire: solde de l'Etat au sens strict	-154,3	-106,7	-301,3	--

Sources: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2006, Ministère des Finances, calculs BCL.*

Note: *Les résultats repris au tableau présupposent que les dépenses programmées des fonds et des établissements publics seront intégralement exécutées en 2005 et en 2006. En outre, les dépenses en capital des fonds figurant au tableau ont été ajustées afin de prendre en compte l'incidence sur les investissements effectués par le truchement du Fonds de garantie de la décision d'Eurostat relative aux partenariats public-privé.*

Si le compte consolidé de l'Etat central constitue le pivot des projections de la BCL, il n'en constitue cependant pas l'aboutissement. D'une part, sur le volet des recettes, la BCL procède à des estimations propres en se basant notamment sur des coefficients d'élasticité et sur un scénario macroéconomique complet. D'autre part, sur le versant des dépenses, les transferts de l'Etat central à la sécurité sociale et aux communes sont réestimés en fonction de l'évolution postulée des paramètres afférents, par exemple le montant des cotisations sociales³⁹ ou le rendement des impôts dont le produit sert à calculer le transfert aux communes⁴⁰. La rémunération des agents de l'Etat et les allocations de chômage font également l'objet d'une estimation spécifique. Après intégration de ces hypothèses propres, le déficit estimé de l'Etat central consolidé s'établit à 3,8% du PIB, ce qui est quelque peu en retrait du déficit de 3,95% dérivé sur la base des données reprises au projet de budget. Cette légère divergence est sans doute imputable aux hypothèses conservatoires qui ont présidé à l'estimation des recettes de TVA retenues dans les projections de la BCL. Le projet de budget indique que les recettes de TVA seront, en 2005, nettement inférieures aux estimations publiées dans le cadre du budget 2005. Cette révision est notamment due à des remboursements de TVA sensiblement plus importants qu'initialement escompté. Cependant, ces moins-values ne peuvent être intégralement prises en compte par la BCL, pour deux raisons. En premier lieu, les projections doivent se rapprocher dans la mesure du possible du système SEC 95, en vertu duquel

les recettes doivent être rattachées à l'année d'origine économique de l'impôt et non aux dates d'encaissement. Or les remboursements précités ne se rapportent pas nécessairement à l'année 2005 d'un point de vue économique. En outre, l'origine des remboursements n'est qu'imparfaitement connue. Il est en conséquence difficile d'inférer s'il s'agit d'un phénomène temporaire ou, à l'inverse, de remboursements structurels susceptibles de se renouveler en 2006 et au cours des années ultérieures.

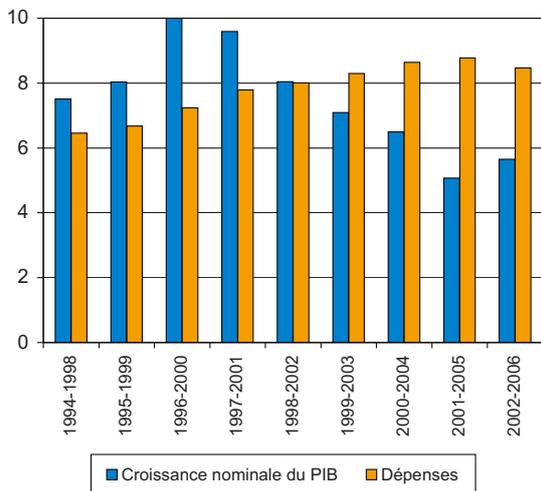
L'important déficit de l'Etat central consolidé est principalement imputable à la hausse soutenue des dépenses observée au cours des dernières années. Les accords de coalition de 1999 et de 2004 renferment une norme budgétaire en vertu de laquelle les dépenses de l'Etat devraient progresser dans les limites de la croissance économique dans une optique de moyen terme. Comme l'indique le graphique suivant, cette norme de progression des dépenses de l'administration centrale n'aurait plus été respectée au cours des périodes 1999-2003 et 2000-2004. Le projet de budget 2006 ne constituerait nullement une rupture à cet égard, du moins si les dépenses prévues sont intégralement exécutées. Comme indiqué ci-dessus, les dépenses totales de l'Etat central consolidé progresseraient de plus de 15% au cours de la période de deux ans 2004-2006. La progression annuelle moyenne des dépenses s'établirait par conséquent à près de 8% sur cette dernière période. Un tel rythme de croissance des dépenses excéderait une fois de plus la croissance nominale du PIB, qui ne devrait guère dépasser 6% en 2005 et en 2006.

39 Ces dernières déterminent notamment l'évolution des « surprimes » versées à l'assurance maladie-maternité et des cotisations de l'Etat en faveur du régime général de pension.

40 Il s'agit de l'impôt sur le revenu des personnes physiques fixé par voie d'assiette et de l'impôt retenu sur les traitements et salaires, de la taxe sur la valeur ajoutée et de la taxe sur les véhicules automoteurs.

Graphique 43

Comparaison entre la croissance nominale du PIB et la progression des dépenses de l'administration centrale consolidée, sur des horizons successifs de 5 ans (pourcentages)



Sources: *Projet de budget 2006,*

Ministère des Finances, IGF, IGSS, calculs BCL.

Notes: A titre d'exemple, le taux 2002-2006 restitue la moyenne des 5 taux de croissance annuels observés en 2002 et les quatre années suivantes. Le choix d'une période de 5 ans constitue une traduction opérationnelle de la notion d'horizon de «moyen terme» reprise dans l'accord de coalition. Les dépenses prises en considération sont les dépenses totales de l'administration centrale dans une optique proche de celle du système statistique SEC 95, qui revient à inclure les dépenses effectives ou programmées des fonds spéciaux. En outre, le graphique repris ci-joint repose sur la notion consolidée de l'Etat central, car une vision plus restreinte viderait de son sens la norme budgétaire précitée.

Les dépenses relatives à 2001 ont été corrigées afin de neutraliser l'impact de la vente d'une concession à SES Global.

Le déficit de 3,8% du PIB calculé par la BCL pour 2006 sur la base du projet de budget correspondant se rapporte au seul Etat central. Du fait des substantiels excédents de la sécurité sociale, les administrations publiques considérées dans leur ensemble, qui regroupent l'administration centrale, les communes et la sécurité sociale, devraient présenter sur l'horizon 2005-2007 un déficit inférieur à la valeur de référence de 3% reprise dans un protocole du Traité Etablissant la Communauté européenne, comme l'illustrent les projections reprises au tableau ci-joint.

Hypothèses de base des projections de finances publiques

Les projections de finances publiques sont pleinement compatibles avec les autres projections macroéconomiques de la BCL, qui sont décrites dans d'autres sections du présent Bulletin. Les projections macroéconomiques se caractérisent notamment par un taux de croissance du PIB quelque peu inférieur à 4% en 2005 et de l'ordre de 4% en 2006 et 2007. Les projections relatives à l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), à l'impôt commercial communal et à l'impôt de solidarité de 4% sur l'IRC ont été effectuées sur la base de l'évolution prévue de l'excédent brut d'exploitation, des données du projet de budget 2006 et de l'évolution des arriérés d'impôts des établissements de crédit. Il convient de souligner l'importante volatilité de cette composante des recettes des administrations publiques, dont le produit comprend de substantiels soldes d'impôts relatifs aux années antérieures. L'évolution future de ces soldes est extrêmement difficile à cerner, en particulier en ce qui concerne l'année 2007. Selon les projections de la BCL, le montant des impôts directs à charge des sociétés serait de l'ordre de 6% du PIB en 2005, 2006 et 2007. Ces montants seraient nettement inférieurs aux niveaux enregistrés en 2002 et 2003, du fait de l'affaiblissement progressif de la collecte des soldes d'impôts relatifs aux exercices fiscaux antérieurs.

En outre, les projections incorporent une estimation des retombées budgétaires de l'instauration de prélèvements à la source sur les revenus d'intérêt des non-résidents (directive 2003/48/CE) et des résidents (projet de loi 5504

déposé le 19 octobre 2005). Il va sans dire que le produit de ces deux nouveaux impôts est extrêmement difficile à appréhender à ce stade, même si des informations en provenance du secteur financier ont permis d'affiner l'estimation du rendement du prélèvement sur les non-résidents.

Le produit des autres impôts a généralement été inféré à partir d'un indicateur reflétant l'évolution de la base imposable et du coefficient d'élasticité correspondant. Ainsi, l'indicateur relatif aux cotisations sociales et à l'impôt sur les traitements et salaires est la masse salariale. Le produit des cotisations a bien entendu été rehaussé dès 2005 de l'impact de la hausse de 5,1 à 5,4% des cotisations pour prestations de santé en nature.

Les impôts indirects constituent une source majeure d'incertitude, ce qu'illustre à suffisance l'évolution des recettes de TVA observée en 2005. Il est supposé qu'une partie des remboursements de TVA est de nature structurelle, de sorte qu'elle affecte à la baisse les perspectives de recettes relatives à 2006 et 2007. L'estimation des impôts indirects futurs prend également en compte l'évolution projetée de la consommation privée et le montant additionnel généré par les activités des prestataires de services électroniques. L'incidence budgétaire de la hausse des impôts indirects mise en œuvre en 2005 et des mesures similaires annoncées dans le projet de budget 2006 a également été intégrée aux projections. Enfin, l'estimation des recettes perçues au titre des impôts indirects a été réajustée à la hausse, afin de prendre en compte le fait que les prix du diesel, du gasoil de chauffage et de l'essence se sont accrus en 2005 par rapport à la moyenne observée en 2004, avec à la clef des recettes de TVA plus favorables.

Les dépenses de pension et les prestations familiales sont estimées au moyen d'un modèle démographique, tandis que les dépenses de santé sont projetées sur la base notamment de données de l'UCM. L'estimation de la rémunération des agents de l'Etat intègre le mécanisme d'indexation, une dérive salariale de 1,5% par an et la hausse des salaires prévue dans le dernier accord salarial (+1% en 2005 et +0,8% en 2006. Par hypothèse, la hausse atteindrait également 0,8% en 2007). Enfin, le nombre d'agents s'accroîtrait de 2% en 2005, d'1,4% en 2006 et de 2% en 2007. La croissance des investissements publics a été estimée sur la base du projet de budget 2006, du plan pluriannuel 2005-2009 des dépenses en capital et de l'évolution des dépenses d'investissement des communes observée depuis 1990. Enfin, la plupart des autres dépenses ont été estimées à partir du projet de budget 2006 et d'une observation de leur comportement au cours de la dernière décennie.

Il convient de noter que les projections de la BCL ne prennent pas en compte à ce stade l'incidence des prochains comptes nationaux. Du fait d'un changement de méthodologie en rapport avec les revenus de l'intermédiation financière indirectement mesurés, le PIB devrait être révisé à la hausse. Il en résulterait une légère amélioration des ratios de déficit et d'endettement.

Les soldes des administrations publiques se dégraderaient cependant, sous l'effet de la forte progression des déficits de l'administration centrale. Compte tenu d'une révision à la hausse des transferts sociaux et à la baisse des recettes de TVA, qui induisent conjointement une détérioration du solde budgétaire à concurrence de 0,6% du PIB par rapport à la notification officielle de septembre, le déficit des administrations publiques se serait monté à 1,2% du PIB en 2004, soit le solde le plus défavorable depuis l'établissement des comptes SEC 95 au Luxembourg⁴¹. Le déficit progresserait encore par la suite, pour atteindre 2,2% du PIB en 2005, 2,3% en 2006 – ce dernier chiffre excédant l'estimation correspondante figurant au projet de budget 2006 à raison de 0,5% du PIB – et 2,5% en 2007. Ces déficits demeureraient inférieurs à la valeur de référence de 3% du PIB, tout en s'en rapprochant dangereusement.

Les soldes budgétaires issus de la septième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg sont nettement plus favorables que les soldes projetés par la BCL en 2006 et en 2007. Par ailleurs, le déficit des administrations publiques se limiterait à 0,2% du PIB en 2008 selon cette même actualisation. Ces divergences reflètent notamment une appréhension fondamentalement différente des mesures de consolidation budgétaire. Les projections de la BCL sont effectuées « à politique inchangée », ce qui revient à n'intégrer d'éventuelles mesures de consolidation que lorsqu'elles ont été définies avec un degré de détail suffisant et pour autant qu'elles soient sur le point d'être adoptées. En revanche, le programme de stabilité renferme des objectifs budgétaires plutôt que des projections à proprement parler. Ces objectifs présupposent l'adoption de mesures de consolidation nouvelles

41 La première année disponible sous le format SEC 95 est 1990.

dont traite incidemment la 7^{ème} actualisation du programme de stabilité, qui indique que «le Gouvernement présentera au printemps 2006 un certain nombre de mesures à caractère structurel ayant comme objectif de ralentir l'évolution des dépenses publiques».

Bien que mentionnées à la page 17 du programme, ces mesures sont toujours assez vagues à l'heure actuelle, d'autant que nombre d'entre elles doivent encore faire l'objet de discussions avec les partenaires sociaux. Par ailleurs, d'autres mesures évoquées dans le programme – en matière de recherche et d'éducation, de politique de l'emploi, de transports publics, de coopération au développement ou encore de défense – sont de nature à induire une augmentation des dépenses. Les auteurs du pro-

gramme reconnaissent d'ailleurs qu'à politique inchangée, sous l'hypothèse de dépenses publiques futures évoluant conformément à leur trajectoire tendancielle, le déficit des administrations publiques se monterait à 2% du PIB en 2007 et à 2,1% l'année suivante. Une autre explication de l'écart entre les soldes projetés par la BCL d'une part et les déficits prévus au programme de stabilité d'autre part est l'évolution très favorable des impôts courants sur le revenu, le patrimoine et le capital postulée dans l'actualisation. Une telle progression paraît surprenante à l'aune de l'évolution prévisible des bases taxables correspondantes, même compte tenu des retombées budgétaires prévisibles de l'instauration de nouveaux prélèvements à la source sur les revenus d'intérêt des résidents et des non-résidents.

Tableau 38 La situation budgétaire des administrations publiques : projections d'automne 2005 de la BCL

	2002	2003	2004	2005e	2006p	2007p	2006p projet de budget (1)
Ensemble des administrations publiques							
Recettes totales	46,1	45,5	44,6	44,5	44,3	44,0	
Dépenses totales	44,0	45,4	45,8	46,6	46,6	46,5	
Déficit (-) ou surplus (+)	2,1	0,1	-1,2	-2,2	-2,3	-2,5	-1,8
p.m. déficit (-) ou surplus (+) programme de stabilité (2)	--	--	-1,2	-2,3	-1,8	-1,0	
Soldes des administrations publiques apurés de la conjoncture							
BCL	1,5	0,2	-0,9	-1,9	-2,0	-2,4	
Commission européenne (3)	2,5	1,2	-0,3	-1,5	-1,4	-1,6	
Programme de stabilité (2)	--	--	-1,0	-2,0	-1,6	-1,1	
Déficit (-) ou surplus (+) par sous-secteurs (BCL de 2005 à 2007)							
Etat central	-0,5	-1,8	-2,7	-3,7	-3,8	-4,1	-4,1
Communes	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	0,3
Sécurité sociale	2,5	1,9	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0

Sources: *Projet de budget 2006, budget définitif 2005, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.*

e: estimations.

p: projections. Notification officielle de septembre 2005 avec réajustement à la hausse des transferts sociaux relatifs à 2004 (+93 millions d'euros) et à la baisse des recettes de TVA se rapportant à la même année (-47 millions d'euros).

(1) Source: *exposé introductif du projet de budget 2006, page 23.*

(2) Source: *septième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg.*

(3) Source: *"Economic Forecasts Autumn 2005", Commission européenne.*

La survenance de déficits significatifs seraient extrêmement préoccupante. Les recettes des administrations publiques sont extrêmement volatiles au Luxembourg. Par ailleurs, les dépenses pourraient brusquement augmenter d'une année à l'autre du fait de la réalisation d'un important projet d'investissement (par exemple la quatrième extension du Palais de Justice des Communautés européennes). De surcroît, les recettes de TVA liées à la montée en puissance de firmes actives dans le domaine du commerce électronique pourraient à terme s'étioler si la taxation de ces activités s'effectuait en fonction du lieu de résidence des consommateurs de ces services et non sur la base du lieu d'établissement des prestataires, ce qui est actuellement le cas. Enfin, le mécanisme de Kyoto pourrait donner lieu à de substantielles dépenses additionnelles, en particulier à partir de 2008.

Dans un tel contexte, seul un objectif budgétaire proche de l'équilibre, voire même en excédent, permettrait de se prémunir efficacement contre le risque d'une violation de la valeur de référence d'un déficit de 3% du PIB. Le cheminement vers les «objectifs budgétaires à moyen terme» constitue d'ailleurs l'un des aspects de la nouvelle mouture du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). Pour rappel, cette dernière mouture résulte d'un accord conclu au sein du Conseil ECOFIN, qui a été entériné par le Conseil européen le 22 mars 2005 – soit sous la Présidence luxembourgeoise de l'Union. En vertu du PSC réformé, qui repose sur deux nouveaux règlements et sur un «Code de conduite» révisé, les Etats membres présentant un solde des administrations publiques apuré de la conjoncture⁴² inférieur à leur objectif budgétaire à moyen terme (soit dans le pire des cas un déficit apuré d'1% du PIB pour le Luxembourg⁴³) doivent améliorer ce solde apuré à raison d'au moins 0,5% du PIB par an en moyenne. Le respect des objectifs budgétaires à moyen terme doit s'apprécier sur la base du solde apuré tel qu'il est calculé par la Commission européenne au moyen de la méthode de la fonction de production. Or selon les prévisions d'automne de la Commission, le déficit apuré des administrations publiques luxembourgeoises excéderait nettement 1% du PIB sur l'horizon 2005-2007. Si ces calculs se confirmaient, le Luxembourg devrait procéder

dès 2006 et en sus des mesures déjà prévues au projet de budget 2006 à un important effort de consolidation budgétaire.

Les objectifs budgétaires repris dans la septième actualisation du programme de stabilité semblent a priori compatibles avec la norme mentionnée dans le «Code de conduite». Les soldes structurels des administrations publiques tels qu'ils sont calculés au sein de l'actualisation s'amélioreraient en effet à concurrence de 0,4% du PIB en 2006⁴⁴ et de 0,5% du PIB tant en 2007 qu'en 2008. Cette stratégie de convergence vers l'objectif budgétaire à moyen terme appelle cependant trois commentaires. En premier lieu, l'amélioration précitée est dans une très large mesure tributaire d'une estimation volontariste des impôts directs de 2006 à 2008. Le ratio de ces recettes au PIB s'accroîtrait en effet de 0,4% en 2006, de 0,2% en 2007 et à nouveau de 0,3% en 2008, ce qui équivaut à près d'1% du PIB en termes cumulés. En second lieu, comme indiqué ci-dessus, les mesures de consolidation envisagées au programme sont toujours assez vagues à ce stade. Il importe d'en préciser les contours et de les mettre en œuvre dès que possible. Enfin, le déficit structurel prévu pour 2008 – à savoir 0,6% du PIB – serait conforme au «Code de conduite», puisqu'il serait en deçà du seuil d'1% du PIB.

Un tel objectif structurel paraît cependant insuffisamment ambitieux à deux égards. D'une part, il ne prémunirait pas efficacement le Luxembourg contre une violation de la valeur de référence d'un déficit de 3% du PIB. Comme le mentionnait le rapport annuel 2004 de la BCL, un déficit structurel de l'ordre de 0,5% du PIB donnerait lieu à une probabilité de violation de la valeur de référence d'environ 20% sur un horizon de 5 ans, du fait de la forte variabilité des recettes et des dépenses publiques au Luxembourg. D'autre part, un tel solde structurel induirait une diminution continue des avoirs financiers nets des administrations publiques exprimés en pourcentages du PIB⁴⁵. Dans un tel contexte, un effort de consolidation budgétaire supérieur à 0,5% du PIB par an s'imposerait en 2007 et en 2008, d'autant que la conjoncture sera bien orientée au cours de ces deux années selon la septième actualisation du programme de stabilité⁴⁶.

⁴² Ce solde doit également être apuré de l'impact des mesures «one-off» et des autres mesures temporaires. Ces mesures ont cependant été d'ampleur réduite au Luxembourg au cours des années récentes.

⁴³ Voir le document «Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes» («Code de conduite»), adopté en octobre 2005.

⁴⁴ Une telle amélioration serait inférieure à 0,4% du PIB, ce qui se justifierait selon les auteurs de l'actualisation du programme de stabilité par le fait que le PIB serait inférieur à son niveau potentiel en 2006.

⁴⁵ Rapport annuel 2004 de la BCL, pages 58 et 59.

⁴⁶ L'écart de production redeviendrait d'ailleurs positif dès 2007.

L'effort de consolidation requis devrait avant tout s'opérer au niveau de l'Etat central, ce dernier présentant un déficit très substantiel, qui tend en outre à s'accroître. Toutes autres choses égales par ailleurs, une telle situation devrait induire une progression significative de l'endettement au cours des prochaines années. Alors qu'elle se limitait à 6,6% en 2004, la dette brute des administrations publiques passerait d'ailleurs à près de 10% dès 2006 selon les auteurs de la septième actualisation du programme de stabilité, qui font en outre remarquer qu'à politique inchangée, «la dette publique brute convergerait vers 15% du PIB en 2008».

Il serait du reste hasardeux de rétablir la situation budgétaire de l'Etat central au détriment des autres sous-secteurs. En premier lieu, les communes connaissent une situation financière précaire, ce qui exclut a priori toute réduction discrétionnaire des transferts par le biais du fonds communal de dotation financière. A première vue, une diminution des transferts de l'Etat à la sécurité sociale serait plus justifiée, car cette dernière parvient toujours à dégager de substantielles capacités de financement, qui ont d'ailleurs donné lieu à une accumulation de réserves. La situation financière du régime général de pension semble particulièrement favorable. En 2004, ce régime a enregistré un excédent de l'ordre de 2% du PIB, tandis que la réserve de compensation se montait à quelque 24% du PIB à l'issue de 2004⁴⁷.

Une telle situation n'est cependant pas vouée à perdurer. Les actuels excédents de la sécurité sociale sont en effet le reflet d'une immigration soutenue et de la forte progression du nombre de frontaliers observée depuis le début des années quatre-vingt-dix. Du fait de leur relative jeunesse, les frontaliers et les immigrés génèrent d'importantes recettes de cotisation, qui excèdent largement le montant des prestations de pension dont bénéficient ces deux catégories. Ce décalage est bien évidemment appelé à s'étioler au cours des prochaines décennies, lorsque le déphasage actuel entre les cotisations et les prestations va s'amenuiser voire s'inverser. Il devrait en résulter toutes autres choses égales par ailleurs une nette dégradation de la situation patrimoniale du régime général de pension. Cet état de fait est d'ailleurs mis en exergue au sein de la 7^{ème} actualisation du programme de stabilité («le régime général sera soumis à une pression financière sensible dans les

années à venir»). Selon cette actualisation, la réserve de compensation, qui se serait montée à 24,5% du PIB à la fin de 2005, laisserait la place à un endettement de près de 50% du PIB à l'horizon 2050. La situation financière du régime serait évidemment plus compromise encore sous l'hypothèse d'un transfert à l'Etat central, dès 2007, de l'excédent prévisible de la sécurité sociale, par exemple sous la forme d'une diminution à raison d'1,5% du PIB de la contribution de l'Etat central au financement du régime général de pension⁴⁸. Il s'agirait là d'une simple application du principe des vases communicants, qui ne contribuerait nullement à améliorer le solde budgétaire des administrations publiques considérées dans leur globalité. Par ailleurs, une telle diminution de la contribution de l'Etat ne permettrait de résorber qu'environ 40% du déficit prévisible de l'Etat central en 2007 et elle reviendrait in fine à reporter à plus tard la nécessaire consolidation budgétaire du régime de pension. Or une consolidation opérée sur le tard serait inévitablement plus draconienne qu'un ajustement budgétaire effectué en temps opportun.

Une réduction des transferts à raison d'1,5% du PIB en l'absence d'un ajustement compensatoire des cotisations sociales des assurés et des employeurs donnerait lieu à une dramatique détérioration de la situation financière du régime général de pension. Une telle évolution serait des plus préoccupantes, d'autant que le montant de la réserve de compensation du régime de pension (24% du PIB en 2004, comme indiqué ci-dessus) paraît assez étié à l'aune de l'expérience de certains pays. A titre d'exemple, les actifs du fonds de pension néerlandais ABP se montaient à quelque 36% du PIB au 31 décembre 2004, en dépit du fait que l'ABP couvre une bien plus faible proportion de la population que le régime général de pension luxembourgeois⁴⁹. Ces actifs représentaient à la même date près de 120% des engagements de pension, ces derniers faisant l'objet d'une évaluation actuarielle effectuée sur la base notamment des taux d'intérêt du marché et d'hypothèses portant sur l'espérance de vie des assurés. Pour atteindre un actif moyen par assuré cotisant équivalent à celui qui prévaut au sein du régime ABP, le régime général de pension luxembourgeois devrait viser une réserve de compensation supérieure à quelque 150% du PIB.

47 Sources: rapport annuel de l'IGSS, STATEC.

48 Une telle mesure équivaldrait à ramener les cotisations de pension versées par l'Etat en faveur du régime général de 8 à 4,1% des revenus cotisables.

49 Source: rapport annuel 2004 de l'ABP. L'ABP ne couvre que les employés du secteur public et de l'éducation, soit 1,1 millions d'assurés actifs, contre 280 000 pour le régime général luxembourgeois.