

Luxembourg, le 9 décembre 2004

## PRESENTATION DU BULLETIN 2004/4 DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

### LA SITUATION ECONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

#### Croissance du PIB

Les conditions restent favorables à la continuation de la croissance économique. Les exportations de la zone euro devraient toujours profiter de l'orientation positive de la demande globale. Au niveau intérieur, l'investissement devrait obtenir l'appui de conditions de financement très favorables, de la hausse des bénéfices et de l'amélioration de l'efficacité productive qui a été le résultat d'efforts de restructuration des entreprises. Finalement, les conditions d'un affermissement de la consommation privée existent, surtout si les hésitations au sujet de l'allure de l'assainissement budgétaire et des réformes structurelles sont atténuées. Les attentes vont donc dans le sens d'une reprise graduelle de l'activité économique dans la zone euro en 2005 et 2006, bien qu'à un rythme quelque peu plus faible qu'anticipé antérieurement en raison de l'impact des cours du pétrole. Selon les récentes projections établies par les services de l'Eurosystème, la croissance moyenne du PIB en volume devrait s'inscrire dans une fourchette comprise entre 1,6% et 2,0% en 2004. Elle se situerait entre 1,4% et 2,4% en 2005 et serait comprise entre 1,7% et 2,7% en 2006. Les risques à la baisse pesant sur ces projections résultent en particulier de la possibilité d'une hausse des cours du pétrole.

**Tableau 1**      *Projections macroéconomiques pour la zone euro (variations annuelles en pourcentage, à l'erreur d'arrondi près)*

	2 003	2004	2005	2006
PIB en volume	0,5	1,6 - 2,0	1,4 - 2,4	1,7 - 2,7
Consommation privée	1,1	0,9 - 1,3	1,1 - 2,1	1,2 - 2,8
Consommation publique	1,6	0,9 - 2,1	0,3 - 1,3	0,7 - 1,7
FBCF	-0,6	1,2 - 2,2	1,7 - 4,7	2,1 - 5,3
Exportations (biens et services)	0,2	4,5 - 7,3	4,6 - 7,8	4,8 - 8,0
Importations (biens et services)	2	5,0 - 7,6	4,8 - 8,2	4,8 - 8,2

Source : Eurostat, Commission européenne, OCDE et Eurosystème

## **Prix à la consommation**

L'estimation rapide d'Eurostat fait état d'un taux annuel de l'IPCH de 2,2% en novembre 2004, après 2,4% le mois précédent. Le rythme de progression des prix à la consommation devrait rester supérieur à 2% au cours des prochains mois et pourrait même s'accélérer quelque temps. Au-delà du court terme, la progression de l'IPCH reviendra en deçà de 2 % en 2005. Les informations disponibles ne vont pas dans le sens d'une augmentation des pressions inflationnistes sous-jacentes.

Selon les projections des services de l'Eurosystème, la progression annuelle moyenne de l'IPCH devrait se situer dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,3% en 2004. Suite à la disparition graduelle de l'impact de la dernière flambée des cours du pétrole et des majorations passées des taxes indirectes et des prix administrés, l'inflation annuelle des prix à la consommation devrait se situer entre 1,5% et 2,5% en 2005, et entre 1,0% et 2,2% en 2006. Il existe néanmoins certains risques à la hausse pour la stabilité des prix. Ces incertitudes sont essentiellement dues à l'évolution future des cours du pétrole, à d'éventuelles majorations des taxes indirectes et des prix administrés et à des effets de second tour potentiels.

## **LA SITUATION ECONOMIQUE AU LUXEMBOURG**

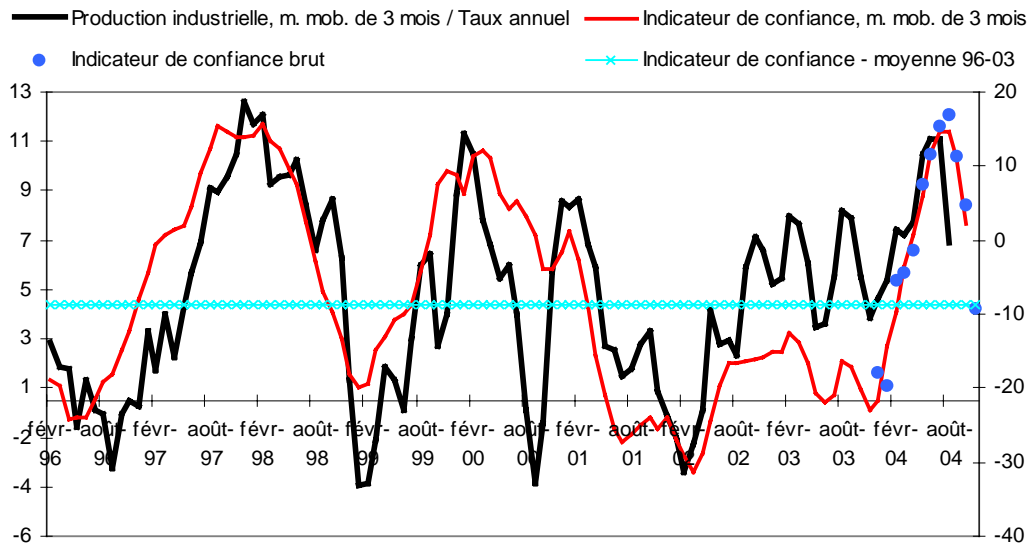
### **L'industrie**

Les données statistiques relatives à l'activité économique confirment les résultats positifs issus des enquêtes de conjoncture. La production industrielle ajustée pour les jours ouvrables aurait ainsi progressé de 7,8% sur les neuf premiers mois de l'année 2004 par rapport à la même période de l'année précédente.

Depuis le début de l'année, l'indicateur de confiance, tel que calculé sur base des enquêtes de conjoncture, avait régulièrement fait état d'une amélioration du climat économique dans l'industrie. Plus récemment cependant, cet optimisme affiché par les chefs d'entreprises s'est quelque peu tempéré. Au mois de septembre, l'indicateur de confiance a notamment rompu avec la tendance haussière, pour reculer également en octobre et novembre. Ce mouvement de correction peut être interprété à deux niveaux. Pour le mois de septembre, il s'agit vraisemblablement d'une consolidation de l'optimisme à un niveau élevé. En effet, d'un point de vue statistique, il n'aurait été guère concevable que l'indicateur se soit encore amélioré davantage au cours des prochains mois car il avoisinait déjà les sommets atteints

aux premiers trimestres des années 1998 et 2001, des trimestres correspondant à peu près aux sommets des deux derniers cycles conjoncturels tels que mesurés par la production industrielle. Par contre, la détérioration observée en octobre et en novembre est vraisemblablement la conséquence de l'évolution du prix du pétrole.

**Graphique 1** *Indicateur de confiance et production industrielle<sup>1</sup>*



Source : STATEC, calculs BCL

### Construction

Les enquêtes de conjoncture signalent une légère amélioration de la situation conjoncturelle dans la construction depuis le début de l'année. On relève ainsi une progression de la durée d'activité assurée et du carnet de commandes. De même, les taux hypothécaires sont restés favorables et ont soutenu la demande de crédits au logement. Associées à la hausse observée des permis de bâtir, ces conditions financières devraient également favoriser la demande adressée à la branche du bâtiment en 2004 et en 2005.

En revanche, l'activité dans le génie civil risque de subir les conséquences d'une prudence accrue de la part du gouvernement central en matière de dépenses pour les investissements publics.

<sup>1</sup> Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance

La production par jour ouvrable aurait progressé de 3,8% lors des neuf premiers mois de l'année 2004 dans le bâtiment alors qu'elle aurait fléchi de 10,2% dans le génie civil.

**Tableau 2**      *Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)*

	2002	2003	T4-03	T1-04	T2-04	T3-04
Chiffre d'affaires - Total	8,6	5,8	9,2	26,6	2,4	7,9
Nombre d'heures-ouvriers prestées	1,9	1,0	3,9	1,4	0,7	-3,2
Production par jour ouvrable -Total	1,9	0,7	3,6	1,8	1,3	-1,6
Production par jour ouvrable -Bâtiment	1,3	0,4	4,6	5,4	3,6	2,3
Production par jour ouvrable -Génie civil	4,8	2,6	4,2	-3,2	-12,5	-15,0
Permis de bâtir <sup>2</sup>	1,7	17,5	5,7	9,8	-5,6	
Crédits au logement <sup>3</sup>	21,1	18,9	23,0	23,6	34,3	13,5
Taux hypothécaires <sup>4</sup>	4,4	3,8	3,5	3,4	3,4	3,4

Source :      STATEC, BCL

### **Le commerce et les autres secteurs**

L'évolution positive de l'activité économique dans le commerce en 2003 s'est poursuivie au début de l'année 2004 et ce constat est d'application dans toutes les branches hormis l'Horesca. La progression du chiffre d'affaires nominal au premier semestre de l'année a ainsi été de 7,2% pour le commerce de gros et de 3,1% pour le commerce de détail. Dans la branche de l'hôtellerie et des restaurants, on note plutôt une stabilisation des activités, une évolution qui est cependant à replacer dans le contexte de la mauvaise conjoncture à laquelle le secteur faisait face en 2003. Les développements récents témoignent ainsi davantage d'un retour lent à une situation normale que d'un dynamisme accru de l'activité économique dans cette branche. L'évolution des immatriculations de voitures est telle qu'une nouvelle année record semble s'annoncer pour ce secteur.

<sup>2</sup> Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles)

<sup>3</sup> Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs)

<sup>4</sup> Rupture de série à partir du début de 2003

**Tableau 3** *Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures (en taux de variation annuel)*

	2002	2003	T3-03	T4-03	T1-04	T2-04	T3-04
Immatriculations de voitures	1,2	0,2	3,2	7,3	6,5	14,4	5,4
Commerce de gros	-0,5	11,7	12,3	11,7	6,7	7,7	na
Commerce de détail	8,1	5,5	4,5	4,6	2,9	3,2	na
Hôtels et restaurants	3,5	-4,2	-5,2	-0,8	1,6	-2,2	na

Source : STATEC

### Le secteur financier

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

Le résultat brut, incluant la totalité des revenus bancaires, diminue de 3,3% ou 186 millions d'euros pour s'établir à 5 423 millions d'euros au 30 septembre 2004.

S'agissant de la marge sur intérêts, la diminution de 7,3% par rapport à septembre 2003 reste en ligne avec les chiffres constatés pour juin 2004 par rapport à juin 2003 (-8,1%). Le recul de la marge d'intérêts s'explique pour un tiers par la diminution des revenus de participations (dividendes) suite au désengagement à l'étranger de certaines banques luxembourgeoises. L'essentiel de la diminution des revenus d'intérêts reste toutefois attribuable au niveau historiquement bas des taux d'intérêt qui sont à la base de la faiblesse continue de la rémunération sur les marchés monétaires et des marchés obligataires.

Le résultat hors intérêts a été marqué par une hausse du solde net sur commissions et une hausse des revenus sur réalisations de titres ainsi que par une baisse considérable 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 et pour certaines d'administration centrale, a su profiter des conditions plus robustes des marchés financiers et du regain de l'activité boursière déjà constaté aux premier et deuxième trimestres 2004. Ces facteurs expliquent la hausse des commissions qui se chiffre à 203 millions d'euros (+10,8%) sur 12 mois, soit 1 881 millions d'euros au 30 septembre 2003 contre 2 084 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 des OPC a franchi le cap des 1 000 milliards d'euros au premier trimestre 2004 pour s'établir à 1 058 milliards d'euros fin septembre 2004.

Les revenus nets sur divers subissent une diminution de -84,3% ou 220 millions d'euros entre septembre 2003 et septembre 2004. Cette baisse est principalement due à l'absence en 2004 de ventes, par les banques de la place, de participations, qui ont caractérisé l'année 2003.

Au niveau des frais, la tendance au contrôle des coûts, déjà observée précédemment, se confirme. La majorité de la hausse des frais est imputable aux frais de personnel: alors que l'effectif progresse en base trimestrielle (+0,29%), il est toujours faiblement inférieur (-58 unités) aux niveaux constatés pour septembre 2003. Ainsi, les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) montrent une hausse modique de 0,8% (+19 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 2 339 millions d'euros au 30 septembre 2004 contre 2 320 millions d'euros un an plus tôt. Cette hausse observée s'explique en partie du moins par une indexation des salaires (+2,5%) survenue au troisième trimestre 2003. La tranche de l'échelle mobile des salaires étant venue à échéance au premier septembre 2004 et entraînant une majoration de 2,5% des salaires au premier octobre 2004 ne montrera son effet sur le compte des profits et pertes qu'au dernier trimestre 2004.

Dans ces conditions, les banques de la place ont pu dégager un résultat brut avant provisions et impôts de 2 845 millions d'euros au 30 septembre 2004, ce qui représente une baisse de 6,4% par rapport au 30 septembre 2003, date à laquelle le résultat avant provisions s'élevait à 3 038 millions d'euros.

**Tableau 4** *Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois<sup>1)2)</sup> (en millions d'euros)*

		2003 / 09	2004 / 09	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	26 276	21 749	-17,2	-4 527
2	Intérêts bonifiés	23 312	19 001	-18,5	-4 311
3	Marge sur intérêt (1-2)	2 964	2 748	-7,3	-216
Revenus nets:					
4	sur réalisation de titres	284	340	19,7	56
5	sur commissions	1 881	2 084	10,8	203
6	sur opérations de change	219	210	-4,1	-9
7	sur divers	261	41	-84,3	-220
8	Revenus nets (4+5+6+7)	2 645	2 675	1,1	30
9	Résultat brut (3+8)	5 609	5 423	-3,3	-186
10	Frais de personnel	1 312	1 333	1,6	21
11	Frais d'exploitation	1 008	1 006	-0,2	-2
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 320	2 339	0,8	19
13	Impôts divers, taxes et redevances	38	27	-28,9	-11
14	Amortissements sur immobilisé non financier	213	212	-0,5	-1
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	3 038	2 845	-6,4	-193

Source: BCL

1) Résultats des établissements de crédit luxembourgeois à l'exclusion des succursales.

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

Source : BCL

### Les finances publiques

Le Gouvernement a déposé le projet de budget 2005 à la Chambre des députés le 20 octobre 2004. Tant les recettes que les dépenses de l'Etat s'accroîtraient à raison d'environ 8% en 2005 par rapport à 2004. Il en résulterait un déficit égal à 89 millions d'euros. Une présentation plus conforme au système comptable SEC 95 est cependant plus riche d'enseignements. A cette fin, la BCL procède à une consolidation des comptes de l'Etat central proprement dit et de la situation financière prévisionnelle des fonds spéciaux (par hypothèse, le taux de réalisation des dépenses programmées des fonds est égal à 88% en 2004 et à 90% en 2005). Par ailleurs, la Banque élabore ses propres projections en matière de recettes et pour certaines catégories de dépenses – en particulier la rémunération des agents de l'Etat, les transferts de l'Etat central aux communes par le truchement du Fonds communal de dotation financière (FCDF) et les transferts de l'Etat central à la sécurité sociale.

Les chiffres clefs des projections d'automne de la BCL apparaissent au tableau

suivant.

**Tableau 5** *La situation des finances publiques luxembourgeoises : projections d'automne de la BCL (En pourcentages du PIB)*

	2001	2002	2003	2004p	2005p	2006p	2005p projet de budget (1)
<b>Ensemble des administrations publiques</b>							
Recettes totales	45,6	46,2	45,9	45,1	45,3	44,9	
Dépenses totales	39,2	43,4	45,1	45,5	46,2	46,1	
Déficit (-) ou surplus (+)	6,4	2,8	0,8	-0,4	-1,0	-1,3	-1,2
Solde apuré de la conjoncture	5,5	2,2	0,8	-0,2	-0,6	-1,1	
<b>Soldes effectifs des sous-secteurs des administrations publiques</b>							
Etat central	3,3	0,3	-1,2	-1,4	-2,1	-2,4	-3,0
Communes	0,2	0,2	0,1	-0,5	-0,5	-0,5	0,0
Sécurité sociale	2,9	2,4	1,9	1,4	1,7	1,7	1,8

Sources : *Projet de budget 2005, budget 2004, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.*

*p : projections*

(1) *Source : exposé introductif du projet de budget 2005, page 24.*

L'**administration centrale** enregistrerait un déficit croissant tout au long de l'horizon de projection. Pour la première fois depuis 1992 elle aurait enregistré un déficit, équivalent à 1,2% du PIB, en 2003. Ce déficit se maintiendrait à un niveau pratiquement identique en 2004, mais il s'accroîtrait à nouveau en 2005 et en 2006 sous l'impulsion déterminante d'une hausse soutenue des dépenses. Selon les calculs de la BCL, ces dernières progresseraient en effet de 14% sur la période de deux ans 2003-2005 (soit une croissance moyenne de 7% par an) malgré l'hypothèse de mise en œuvre partielle des dépenses programmées des fonds spéciaux, ce qui souligne le volontarisme du projet de budget 2005.<sup>5</sup> Sur un horizon de moyen terme, la croissance des dépenses de l'administration centrale

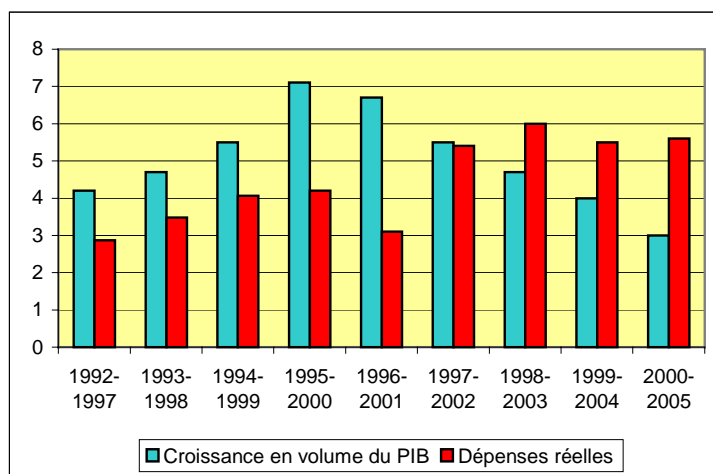
<sup>5</sup> *Cette progression de 14% excède la progression des dépenses reprise dans l'avis de la BCL sur le projet de budget, publié le 28 octobre 2004 (+13%), car ce dernier n'incorporait pas encore l'incidence, sur les transferts de l'Etat central à la sécurité sociale, du relèvement de 5,1 à 5,4% des cotisations sociales pour prestations en nature de l'assurance maladie-maternité. Cette décision n'a en effet été adoptée par l'assemblée générale de l'UCM que le 9 novembre 2004.*



contreviendrait à une norme reprise dans le récent accord de coalition, en vertu de laquelle les dépenses de l'Etat devraient progresser dans les limites de la croissance économique sur un horizon de moyen terme. Le graphique suivant laisse en effet augurer une progression des dépenses qui excéderait celle du PIB à raison de plus de 2,5%, en moyenne, de 2000 à 2005.

Le solde de l'administration centrale estimé par la BCL pour 2005 est plus favorable que le solde correspondant mentionné dans l'exposé introductif du projet de budget. Cette situation reflète l'hypothèse d'une mise en œuvre partielle des programmes de dépenses des fonds spéciaux et une estimation plus optimiste des recettes, en particulier en ce qui concerne les impôts indirects.

**Graphique 2** *Comparaison entre la croissance en volume du PIB et la progression des dépenses réelles de l'administration centrale sur des horizons successifs de 5 ans (en pourcentages)*



Sources : *Projet de budget 2005, budget 2004, Ministère des Finances, IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.*

*Note : 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 l'optique SEC 95. Les taux de progression de ces dépenses ont été réduits à concurrence de la croissance du déflateur du PIB.*

L'équilibre des **finances communales** serait affecté par une nette réduction du produit de l'impôt commercial communal (ICC), qui constitue à lui seul près de 30% des recettes totales des pouvoirs locaux. Selon le budget des recettes pour ordre, le produit de cet impôt passerait en effet de 540 millions d'euros en 2003 à 450 millions en 2005. Dans un tel contexte et en dépit d'une nette progression du transfert

effectué en faveur des communes par le truchement du FCDF, les pouvoirs locaux seraient en déficit sur l'ensemble de l'horizon de projection 2004-2006.

Le solde de la **sécurité sociale** estimé dans l'exposé introductif du projet de budget est quant à lui pratiquement semblable aux estimations de la BCL, qui intègrent l'ensemble des mesures spécifiées à l'occasion de l'assemblée générale de l'UCM du 9 novembre dernier. Sur le versant des recettes, les cotisations pour prestations en nature seraient portées de 5,1 à 5,4% de la masse cotisable afférente en 2005. Il en résulterait un surcroît de recettes de 72 millions d'euros pour les caisses de maladie, qui serait alimenté par le relèvement des cotisations sociales proprement dites à raison de 45 millions et par des transferts additionnels à charge de l'Etat central à concurrence de 26,5 millions. Sur le versant des dépenses, l'impact des diverses mesures d'économie annoncées à l'issue de l'assemblée générale<sup>6</sup> a été estimé à 30 millions d'euros en 2005. Les nouvelles mesures dans le secteur des soins de santé se traduiraient donc au total par une amélioration de 0,3% du PIB (45 millions d'euros + 30 millions) du solde de l'ensemble des administrations publiques en 2005 et en 2006, pour autant que les nouvelles mesures engendrent les économies escomptées. L'excédent de la sécurité sociale se maintiendrait à un niveau élevé au cours de l'horizon de projection, alors qu'il aurait nettement décliné si la politique inchangée sous l'effet de la forte hausse tendancielle des transferts sociaux.

Les **administrations publiques dans leur ensemble** enregistreraient de substantiels déficits en 2005 et en 2006, en dépit de la survenance de divers « chocs positifs », tels que l'installation au Luxembourg de firmes de commerce électronique, une hausse très marquée des impôts indirects perçus sur les ventes transfrontalières de produits pétroliers et de dérivés du tabac, l'embellie conjoncturelle ou encore la révision des comptes SEC 95 officiels des administrations publiques pour l'année 2003. Ces chocs positifs seraient en effet contrecarrés dans une large mesure par (i) la nette diminution attendue du produit des impôts directs à charge des sociétés, qui résulte essentiellement de la moindre perception de soldes d'impôts liés aux années antérieures, (ii) une forte hausse tendancielle des dépenses de sécurité sociale et

---

<sup>6</sup> Il s'agit des mesures suivantes : limitation du nombre des analyses de laboratoire à 12 par prescription médicale, augmentation de la contribution journalière à l'hôpital, suppression des frais de voyage à l'intérieur du pays.

(iii) une progression des dépenses de l'Etat central nettement plus élevée que la croissance du PIB au cours des dernières années.

Ainsi, les actuelles projections de la BCL en matière de finances publiques sont plus favorables que les projections de printemps 2004 en termes de soldes budgétaires. Cette amélioration résulterait avant tout d'une augmentation plus soutenue des recettes dans un contexte d'embellie économique et à la faveur de nouvelles mesures en matière de fiscalité indirecte et de cotisations sociales. Elle ne serait nullement la conséquence d'une plus grande maîtrise des dépenses des administrations publiques, car l'incidence de la réduction des prestations de l'assurance maladie-maternité serait plus que compensée par le volontarisme du projet de budget 2005 de l'Etat central.

La présente embellie conjoncturelle est pourtant propice à la mise en œuvre d'un encadrement plus strict des dépenses, qui permettrait d'assurer une convergence rapide vers une position proche de l'équilibre ou en excédent. Une stratégie détaillée et crédible visant à la réalisation de cet objectif, revêt une considérable importance dans une petite économie ouverte, vulnérable à d'éventuels chocs négatifs sur le versant des recettes et où la soutenabilité à terme de la sécurité sociale n'est pas garantie à moyen terme.

### **Emploi et chômage**

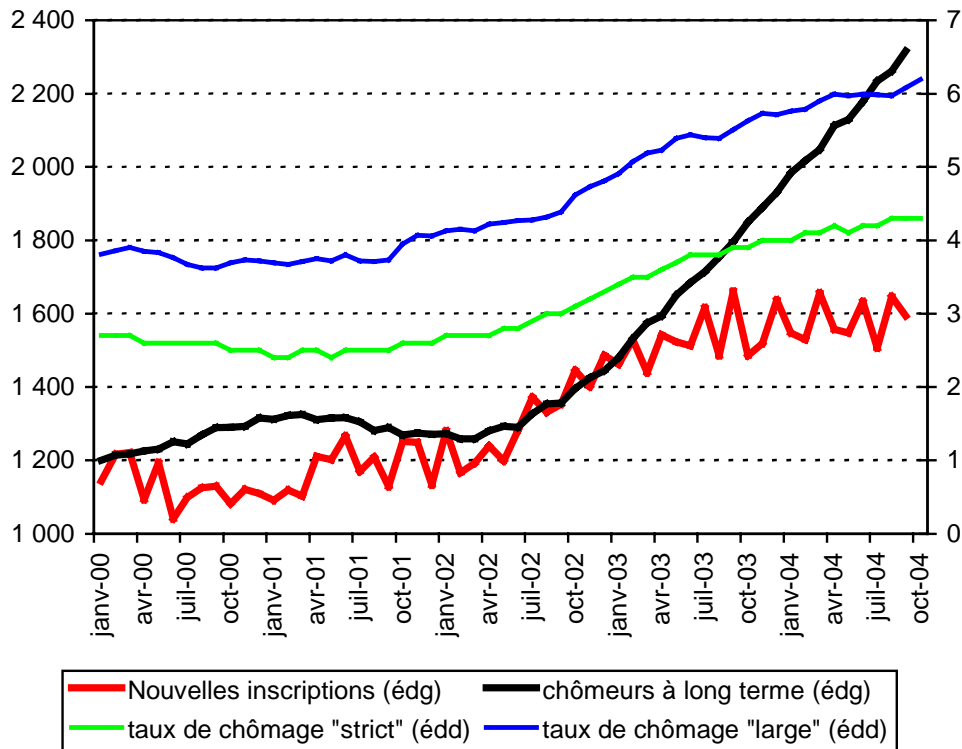
Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance annuelle de l'**emploi** total intérieur a amorcé une décélération graduelle en juillet 2001 qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2003 pour se stabiliser autour de 2,0%.

Le taux de **chômage** « strict » moyen pendant les dix premiers mois a été de 4,2% après 3,7% dans la même période de l'année précédente. Sur base « désaisonnalisée » une quasi-stabilisation du taux de chômage autour de 4,2% de janvier à octobre 2004 se manifeste, menant à la conclusion que le taux de chômage semble plafonner.

Bien qu'un redémarrage de l'économie s'observe depuis 2002 et que la croissance de l'emploi s'accélère à nouveau depuis février 2004, le chômage n'est pas en baisse. Tandis que le nombre de personnes s'inscrivant chaque mois auprès de l'ADEM comme demandeurs d'emploi est en quasi-stagnation depuis juillet 2003, le

chômage à long terme ne cesse d'augmenter (voir graphique ci-dessous).

**Graphique 3**    *Chômage*



Source : ADEM, calculs BCL

**Les projections macro-économiques de la BCL**

Selon les indicateurs à court terme, l'activité économique s'est caractérisée par un dynamisme extraordinaire au premier semestre 2004 ; sur cette base, il ne semble guère concevable que cette performance se soit étalée sur le reste de l'année. Ces réserves sont notamment permises en l'absence d'une impulsion additionnelle provenant de la zone euro. Aussi, dans l'industrie, les indicateurs avaient déjà atteint des niveaux très élevés, desquels l'indicateur de confiance s'est légèrement replié récemment. Les revenus nets sur commissions ont fortement augmenté avec l'essor des marchés des actions depuis le troisième trimestre 2003. En 2004, les marchés se sont par contre caractérisés par un mouvement latéral et, en raison de l'évolution à la hausse de la base, les taux de variation annuels devraient bientôt s'estomper.

En somme, les conditions sont réunies pour pouvoir compter sur une poursuite de la croissance économique à un niveau élevé en 2005 et au-delà, bien que la dynamique de la croissance soit dans le court terme probablement quelque peu tempérée par rapport au début de l'année 2004.

Pour ce qui est des composantes domestiques de l'optique dépenses du PIB, la consommation privée jouit toujours de fondamentaux favorables. Ainsi, le revenu disponible des ménages, tels qu'approchés par le revenu salarial réel net d'impôts, devrait toujours s'inscrire en nette progression sur l'horizon de projection. Les dépenses publiques, tant en matière de consommation que d'investissement, demeureront également expansives selon nos estimations, basées en particulier sur le projet de budget 2005. En ce qui concerne la formation brute de capital fixe, l'élément clé demeure l'investissement privé non-résidentiel, source d'augmentation des capacités de production de l'économie. Par le passé, il a subi les conséquences du comportement attentiste des chefs d'entreprises, aussi bien en raison des incertitudes politiques que des craintes liées à la reprise et à la vigueur de la demande future. La dégradation passée de la marge de profit a sans doute également laissé des traces. Pourtant, selon les enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie, les entreprises paraissent à nouveau optimistes pour l'année 2004. Après deux années consécutives de baisses des dépenses et de révisions à la baisse des projets, les entreprises ont revu à la hausse en mars/avril 2004 leurs dépenses d'investissements pour l'année 2004 par rapport à leurs projets initiaux d'octobre/novembre 2003. Ceci étant, la dynamique conjoncturelle au Luxembourg reste cependant largement tributaire des développements du commerce international : les exportations devraient ainsi profiter d'une demande internationale bien orientée sur l'horizon de projection et demeureront ainsi la composante la plus dynamique du PIB.

S'appuyant sur l'analyse de la situation actuelle et dans le contexte du scénario international, il est justifié de revoir à la hausse les projections de la croissance économique pour l'année 2004 qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 3,7% à 4,3%. Selon les données actuelles, le commerce international et la demande internationale adressée au Luxembourg ne devraient fléchir que marginalement, présageant une consolidation de la croissance économique autour des 4% en 2005.

Au niveau de l'évolution des coûts salariaux, l'avenir se présente en demi-teinte. En cette matière, il convient en particulier de citer les éléments suivants. Les négociations salariales semblent basées sur un comportement relativement prudent des partenaires sociaux, ce dont témoigne en particulier le récent accord salarial dans le secteur bancaire. Elles se font encore à l'ombre du ralentissement économique récent et de la forte détérioration de la marge de profit des entreprises durant les années 2001 et 2002. Le salaire minimum sera augmenté de 2,1% à partir du 1er janvier 2005. Nos projections sont par ailleurs basées sur l'hypothèse que les salaires dans le secteur public ne seront pas ajustés en 2005 et 2006. De plus, la récente hausse des contributions sociales génère une incidence d'environ 0,14 pp sur le coût salarial moyen en 2005 et l'hypothèse de politique fiscale inchangée implique l'absence d'impact supplémentaire en 2006. Dans le contexte de l'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix, d'un choc pétrolier, d'une montée du chômage et d'une volonté de maîtrise des coûts salariaux dans les pays voisins, l'ajustement passe nécessairement par une hausse plus modérée des salaires réels. Ces éléments mènent dès lors à une amélioration de la marge de profit sur l'horizon de projection, qui ne devrait cependant être guère suffisante pour rattraper la baisse de 2001 et 2002.

Pour ce qui est de l'inflation, l'accélération des prix en 2004 et 2005, plus importante que celle estimée au printemps 2004, résulte essentiellement des hausses du prix du pétrole et de la fiscalité indirecte. Cette piètre performance sur le front de l'inflation s'exprime par la progression de l'IPCH (Indice des prix à la consommation harmonisé) de 3,2% en moyenne en 2004 et de 3% en 2005. La révision à la hausse des projections d'inflation au-delà de celle de nos voisins affecte de façon négative notre compétitivité. L'IPCN (Indice des prix à la consommation national) devrait fluctuer à un taux légèrement supérieur à 2% en 2004 et 2005 pour baisser davantage en 2006, un scénario à moyen terme qui repose entre autres sur l'absence de nouvelles mesures fiscales au-delà de celles déjà incorporés dans

notre scénario de base, une inflation importée modérée et un prix du pétrole en euros qui s'afficherait en baisse. La révision à la hausse des projections d'inflation fait nettement rapprocher la date de la prochaine tranche indiciaire, qui est désormais prévue pour le début de l'année 2006.

Quant au marché de l'emploi, la forte hausse de l'emploi, entièrement bienvenue, observée au deuxième trimestre de l'année, rend improbable qu'une accélération supplémentaire s'installe en 2005. Les effets temporaires, imputables entre autres à la progression de l'emploi dans le secteur public sur fond des travaux liés à la présidence de l'Union européenne au premier semestre 2005, s'estomperont au fil du temps. Si durant la phase de ralentissement conjoncturel passé, les entreprises ont thésaurisé temporairement leur main d'œuvre, il n'est alors guère probable que le processus de recrutement sera très dynamique lors du redressement conjoncturel. Ceci sera sans doute d'autant plus le cas qu'une stabilisation de la croissance de l'activité économique est projetée. Malgré l'amélioration conjoncturelle et l'embellie sur le front de l'emploi, le taux chômage au sens strict devrait au mieux globalement se stabiliser au niveau accru actuellement atteint.

**Tableau 6**      *Projections macro-économiques générales (en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)*

	Automne 2004				Révisions		
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005
PIB réel	2,9	3,7-4,3	3,4-4,4	2,9-3,9	0,8	1,0	0,4
IPCH	2,5	3,2	3,0	1,7	-	0,3	na
IPCH énergie	1,2	11,8	4,1	-2,6	-	2,7	na
IPCH excluant l'énergie	2,7	2,5	2,9	2,1	-	0,1	na
IPCN	2,0	2,3	2,1	1,9	-	0,2	0,3
Echelle mobile des salaires	2,1	2,1	1,9	2,3	-	0,2	-0,2
Rémunération par tête	2,1	3,0	2,8	3,6	0,2	0,2	-0,1
Emploi salarié	1,9	2,5	2,4	2,4	-0,3	0,9	0,8
Taux de chômage	3,7	4,2	4,3	4,2	-	-0,1	-0,4

Source :      BCL

\*

\* \*

Le présent Bulletin contient également cinq analyses plus spécifiques. La première contribution est consacrée à **l'utilisation des instruments de paiement au Luxembourg** alors que la deuxième traite de **l'évaluation de l'impact des fusions bancaires sur l'emploi dans les banques**. La troisième analyse examine la **position extérieure globale** (PEG), qui recense les stocks d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg. Cette analyse fournit dans un premier temps des renseignements au sujet de l'utilité de la PEG ainsi que sur la méthodologie employée. Elle se termine par une analyse des résultats à la fin 2003. La quatrième contribution traite des **rigidités nominales et de la persistance de l'inflation**. Finalement, la cinquième dernière analyse porte sur la **modélisation des flux de commerce extérieur du Luxembourg**.

Plus en détail, la première analyse présente une vue globale de la manière dont les différents instruments de paiement sont utilisés au Luxembourg. Elle se concentre à cet effet sur les instruments utilisés par des parties qui ne sont pas des institutions de crédit (comme par exemple les particuliers ou les entreprises) et parmi lesquels on distingue les instruments de monnaie fiduciaire (billets et pièces en euro), les instruments de paiement scriptural (virements, chèques, domiciliations bancaires, cartes de débit et de crédit) et les instruments de monnaie électronique (MiniCASH). L'étude, qui se base sur diverses données statistiques actuellement à disposition de la BCL, est consacrée à l'analyse de l'évolution de chacun de ces instruments de paiement depuis janvier 2002. Même s'il est bien plus difficile de chiffrer de manière précise l'utilisation des billets de banque que celle des instruments de paiement non fiduciaires, on peut cependant relever l'augmentation constante du nombre de billets en circulation depuis l'introduction fiduciaire de l'euro. En effet, l'analyse montre que le volume des billets mis en circulation par la BCL a quasiment doublé en 31 mois, à savoir entre février 2002 et septembre 2004.

La deuxième analyse qui est consacrée à l'évaluation de l'impact des fusions bancaires sur l'emploi dans les banques arrive à la conclusion qu'à un effet



immédiat, mais relativement limité, s'ajoute un double effet d'anticipations ou d'ajustements dans les mois qui précèdent ou suivent ces opérations. De plus, la taille de l'entité cible en termes d'effectifs constitue, au regard des fluctuations d'effectifs enregistrées, un facteur déterminant de l'évolution de l'effectif au sein de l'entité née de la fusion.

La troisième analyse traite de la position extérieure globale (PEG), qui recense les stocks d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg. Cette analyse fournit dans un premier temps des renseignements au sujet de l'utilité de la PEG ainsi que sur la méthodologie employée. L'analyse se termine par une analyse des résultats à la fin 2003.

La quatrième contribution a été rédigée dans le cadre d'un réseau de recherche (« Eurosystem Inflation Persistence Network (IPN) ») dont l'objectif principal est d'analyser le degré de persistance de l'inflation au sein de la zone euro et d'en déterminer les facteurs explicatifs. Il présente une sélection de résultats préliminaires basés sur différentes recherches poursuivies par la Banque centrale du Luxembourg, à savoir l'analyse d'éventuelles rigidités nominales sous l'aspect particulier des services et des prix administrés, l'analyse des prix individuels à la consommation et l'analyse du comportement de fixation des prix par les entreprises luxembourgeoises.

Plusieurs enseignements peuvent être tirés de la dernière analyse, qui porte sur la modélisation des flux de commerce extérieur du Luxembourg. Selon l'approche dite des « élasticités », il s'avère que le volume des importations et des exportations de biens et de services du Luxembourg est plutôt sensible aux évolutions respectives de la demande domestique et étrangère. A long terme et contrairement aux exportations de biens, les estimations pour les exportations de services révèlent que la bonne performance structurelle du Luxembourg ne s'explique pas par les évolutions de la compétitivité-prix. D'autres facteurs, tels que la conjoncture économique internationale (demande étrangère) et la compétitivité hors-prix, jouent un rôle prépondérant. Concernant les importations, la pénétration du marché national par les produits étrangers est structurellement plus forte au Luxembourg que dans les pays limitrophes. En outre, il ressort des estimations réalisées que le volume des importations est dicté principalement par les tensions sur les capacités de production. Quant aux résultats issus du modèle intertemporel, ils révèlent que la



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

dégradation du rapport du solde de la balance des transactions courantes du Luxembourg au PIB s'explique principalement par l'importance de l'investissement et en particulier par l'investissement des non-résidents.