



Artiste : Roland Schauls  
Titre : Sans titre  
Support : Fusain sur papier  
Format : 130 x 120 cm  
Collection BCL

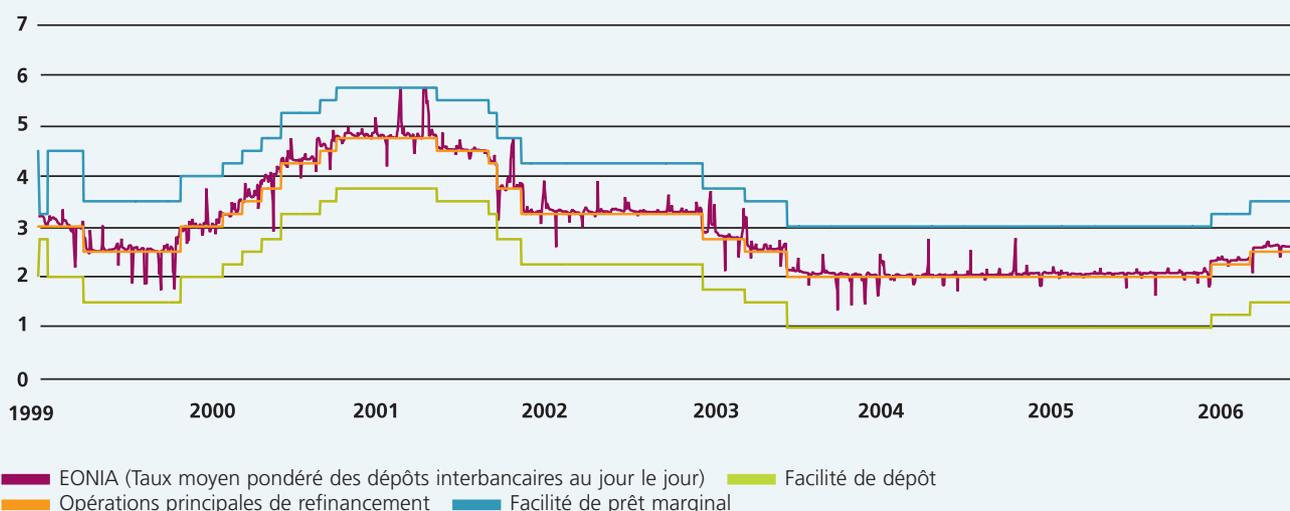
# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.1 La situation économique au niveau international

### 1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire

Après avoir maintenu les taux directeurs à des niveaux historiquement bas pendant deux ans et demi, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé, au cours de la période sous revue, de relever les taux d'intérêt à trois reprises. Ainsi, les taux directeurs ont été relevés de 25 points de base en décembre 2005, ainsi qu'en mars et en juin de l'année en cours. Le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement s'inscrit donc désormais à 2,75%, tandis que les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été portés respectivement à 1,75% et 3,75%.

GRAPHIQUE 1 : ÉVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS DE L'EUROSISTÈME ET DE L'EONIA



Sources : BCE, Bloomberg

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

Il convient de souligner que les taux directeurs ont été laissés inchangés pour la majeure partie de l'année passée, principalement en raison de l'évolution atone de la croissance économique dans la zone euro au début de la période sous revue.

Si la croissance économique s'était légèrement atténuée entre le second semestre 2004 et le premier semestre 2005 en raison pour partie de la hausse des prix du pétrole, l'activité économique a néanmoins repris vigueur au cours de la période sous revue.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Dans l'ensemble, sur base annuelle, le PIB en volume a progressé (en données partiellement corrigées du nombre de jours ouvrés) de 1,4% en 2005, après 1,8% en 2004 ; au premier trimestre 2006, une croissance économique de 1,9% a été enregistrée par rapport au premier trimestre de 2005. Les décisions de politique monétaire ont été prises dans un contexte d'ajustements à la baisse des projections de croissance établies par les experts de l'Eurosystème et les perspectives de croissance ne s'amélioraient que vers la fin de l'année passée. Ce redressement de l'activité économique est attribuable à la croissance soutenue de la demande mondiale, à l'importante hausse de la rentabilité des entreprises et aux conditions de financement très favorables ; c'est d'ailleurs grâce à ces éléments que la zone euro a su afficher une certaine résistance face aux niveaux records des prix du pétrole en 2005 et encore en 2006.

Malgré cette forte augmentation des prix pétroliers, les tensions inflationnistes internes ont été mitigées par l'évolution modérée des salaires ainsi que par l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Néanmoins, l'impact du renchérissement du pétrole et, dans une moindre mesure, des prix administrés et des impôts indirects, a porté l'inflation globale à des niveaux parfois nettement supérieurs à 2%. Au total, l'IPCH a affiché une progression annuelle de 2,2% en 2005 et de 2,3% au premier trimestre 2006 ; en avril 2006, l'IPCH fut égal à 2,4%, alors que l'estimation rapide d'Eurostat fait apparaître un taux d'inflation de 2,5% en mai.

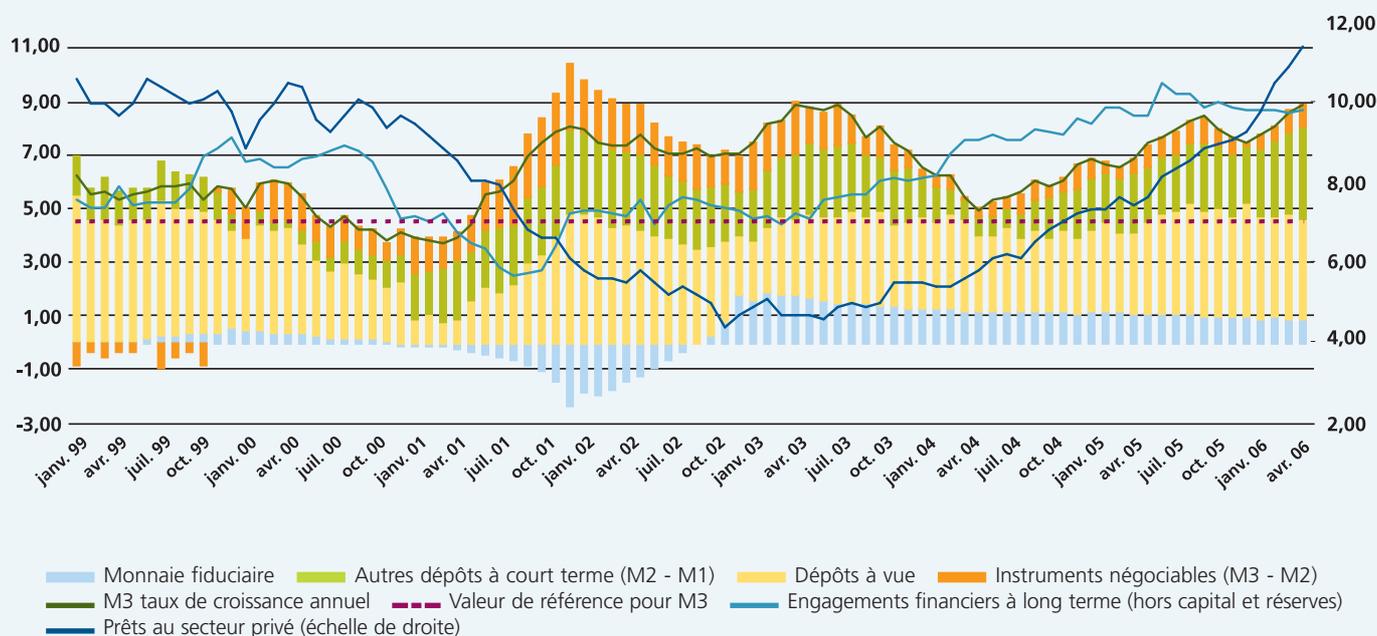
La décision du Conseil des gouverneurs de ne pas relever les taux directeurs de l'Eurosystème avant fin 2005 s'explique donc dans une grande mesure par le fait que l'activité économique et les tendances inflationnistes ne se sont renforcées qu'au cours de la deuxième moitié de la période sous revue. Les projections les plus récentes établies en juin 2006 par les experts de l'Eurosystème indiquent que les projections de croissance pour cette année n'ont guère changé, alors qu'elles ont été légèrement révisées à la baisse pour l'année prochaine : s'agissant de l'inflation, les projections ont été légèrement révisées à la hausse pour 2006. Les ajustements des taux d'intérêt contribueront à ce que les anticipations d'inflation à moyen et à long termes resteront solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

L'ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire s'explique également par rapport aux développements monétaires qui ont signalé des risques accrus pesant sur la stabilité des prix à moyen et à long termes. La croissance de la masse monétaire s'est nettement renforcée au cours de la période sous revue et demeure supérieure à sa valeur de référence de 4,5% ; par conséquent, l'abondance de liquidité accumulée dans la zone euro s'est accentuée et la masse monétaire continue à excéder le volume requis pour assurer une croissance non-inflationniste.

La modération de la croissance monétaire au dernier trimestre 2005 ne fut que transitoire et s'inscrit dans le cadre d'une tendance haussière des taux de croissance annuels de l'agrégat large. En effet, la progression annuelle de M3 est passée de 6,6% au premier trimestre 2005 à 8,2% au troisième trimestre, avant de fléchir brièvement pour s'inscrire au-dessus de 8% au premier trimestre 2006 ; en avril, le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 8,8%.

La dynamique monétaire continue à s'expliquer par l'évolution des composantes les plus liquides de M3, tirées par l'effet stimulant du faible niveau des taux d'intérêt qui implique que les coûts d'opportunité associés à la détention d'actifs monétaires liquides sont relativement peu élevés. Si en 2004 la normalisation des choix de portefeuille en faveur d'actifs à risque plus élevé avait exercé un effet modérateur sur la dynamique de croissance de l'agrégat large, le processus de réaménagement de portefeuille s'est ralenti en 2005, malgré une reprise de ce processus au quatrième trimestre et dans une moindre mesure au premier trimestre de l'année en cours. Cette observation est soutenue par plusieurs développements. En premier lieu, la décomposition de l'agrégat large démontre que la contribution des instruments négociables (M3 - M2) au taux de croissance annuel de M3 a légèrement augmenté en 2005 ; à rappeler que ces instruments sont fréquemment détenus par les ménages et les entreprises à des fins d'épargne sûre si l'incertitude économique et financière augmente, comme c'était le cas entre 2001 et mi-2003. Deuxièmement, alors que le réaménagement de portefeuille au profit des engagements financiers à long terme non repris dans M3 a continué, ce processus ne s'est en moyenne pas considérablement accéléré. Finalement, il est utile de souligner que l'évolution des créances nettes des institutions financières monétaires (IFM) sur les non-résidents témoigne également d'un ralentissement du processus de réaménagement de portefeuille, du moins lors des trois premiers trimestres de l'année. Plus récemment, le fléchissement des entrées nettes de capitaux dans la zone euro pourrait être associé à une augmentation d'investissements dans des titres étrangers plus risqués, ce qui entraîne une modération de la croissance de M3.

GRAPHIQUE 2 : ÉVOLUTION DE LA MONNAIE, DES PRÊTS AU SECTEUR PRIVÉ ET DES ENGAGEMENTS FINANCIERS À LONG TERME



Source : BCE

Le faible niveau des taux d'intérêt a également alimenté la croissance des prêts des IFM au secteur privé, notamment des prêts au logement ; le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé dépasse d'ailleurs les 10% depuis février 2006. Dans ce contexte, l'évolution des prix des logements dans plusieurs pays de la zone euro a exigé un suivi attentif.

Il convient de noter que le renforcement de la dynamique monétaire depuis la mi-2004 est d'une nature différente que le raffermissement de la croissance de M3 observé entre 2001 et début 2003 : alors que le raffermissement monétaire fut accompagné entre 2001 et début 2003 d'un fléchissement du taux de croissance annuel des prêts au secteur privé, évolution liée à l'incidence des arbitrages de portefeuille qui résultaient de l'incertitude économique et financière accrue, l'accroissement de la masse monétaire depuis la mi-2004 s'est produit en parallèle avec une hausse des taux de croissance annuels des prêts au secteur privé, ce qui est sans doute dans une large mesure imputable à des éléments fondamentaux tels que l'effet stimulant du bas niveau des taux d'intérêt.

### 1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

En 2005, les rendements des titres publics à long terme dans la zone euro ont atteint des niveaux historiquement bas. De façon plus générale, cette évolution s'inscrit dans le cadre d'un faible niveau des rendements des titres publics à long terme sur tous les principaux marchés obligataires. Ces développements étaient liés à une multitude de facteurs structurels qui ont influencé les marchés obligataires mondiaux. L'évolution tendancielle des rendements obligataires à long terme fut donc largement similaire des deux côtés de l'Atlantique, malgré quelques découplages suite aux développements conjoncturels divergents dans ces économies qui ont fait en sorte que l'écart entre les rendements américains et ceux de la zone euro s'est creusé davantage au cours de l'année passée. Ces éléments conjoncturels ont évidemment également influencé les politiques monétaires respectives aux Etats-Unis et dans la zone euro : alors que les taux directeurs américains ont été relevés de 275 points de base entre début 2005 et mai 2006, les hausses des taux directeurs étaient nettement plus modérées dans la zone euro.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

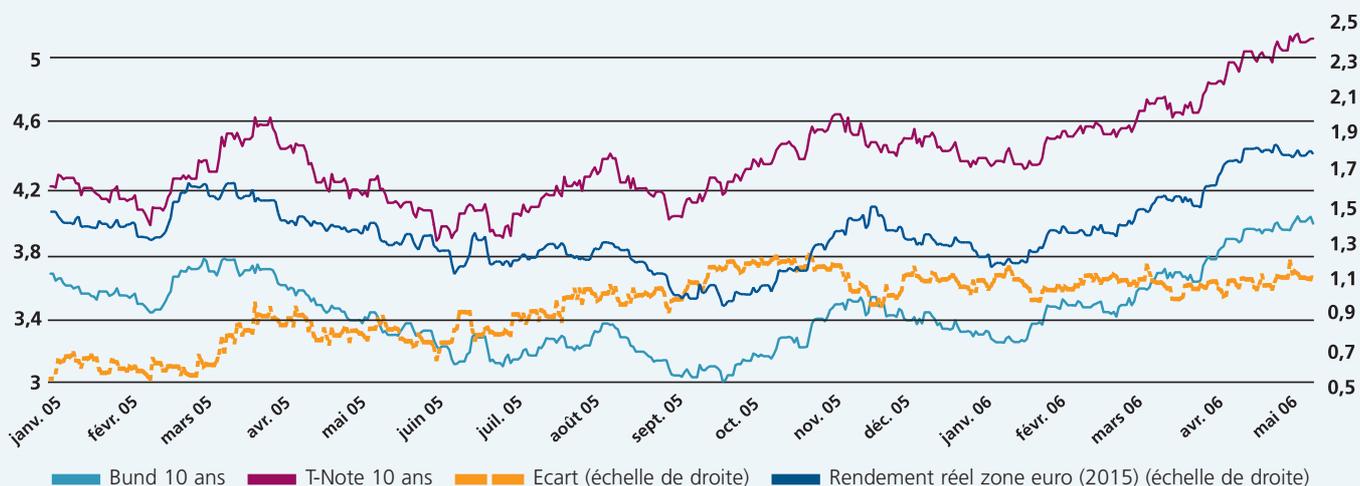
Les rendements des emprunts publics à dix ans dans la zone euro mesurés ici par les taux sur les titres publics allemands s'élevaient à 3,7% en début 2005 avant d'entamer une décrue pour s'établir au niveau historiquement bas de 3,1% en septembre. Par la suite, ils se sont inscrits en hausse pour clôturer la période à environ 4,0% fin mai 2006, soit 30 points de base au-dessus de leur niveau de janvier 2005. Quant aux rendements des titres publics américains, la T-note à dix ans affichait 4,2% en début 2005 pour dépasser les 5,1% en mai 2006.

Les développements structurels ayant contribué au bas niveau des rendements obligataires découlent essentiellement de la demande accrue émanant de plusieurs sources. En premier lieu, la demande des investisseurs institutionnels s'est accrue, notamment celle des fonds de pension ; ce développement est associé à des changements dans le cadre réglementaire des fonds de pension et des assurances-vie dans la zone euro et aux Etats-Unis qui ont pour objet d'assortir l'échéance des actifs de ces investisseurs à leurs engagements à long terme. L'épargne croissante des *baby-boomers* et la demande accrue pour les obligations qui en découle ont probablement également contribué au faible niveau des rendements obligataires.

A ces facteurs s'ajoutent encore l'accroissement de la demande émanant des pays exportateurs de pétrole qui ont enregistré un surplus d'épargne considérable depuis quelques années, ainsi que des banques centrales asiatiques qui ont continué à accumuler des réserves de change. En outre, les *carry trades* de la courbe des rendements - comportements spéculatifs qui consistent à emprunter à des taux d'intérêt à court terme peu élevés afin d'investir dans des titres à plus long terme dont le rendement est plus important - ont sans doute exercé une pression à la baisse supplémentaire<sup>1</sup>. Il convient de noter que les primes de risque sur les obligations à long terme étaient particulièrement basses en 2005 en raison d'une liquidité mondiale surabondante. Finalement, l'ancrage des anticipations inflationnistes est un autre élément susceptible d'avoir contribué au bas niveau des rendements obligataires à long terme.

Hormis ces tendances structurelles, un nombre d'éléments de nature plutôt conjoncturelle est responsable pour les fluctuations à court terme ainsi que pour l'évolution parfois divergente dans la zone euro et aux Etats-Unis. On distingue dans la zone euro deux grandes tendances des rendements obligataires à dix ans : une tendance baissière entre janvier et septembre 2005, suivie d'une inversion de cette tendance depuis la fin du troisième trimestre 2005.

GRAPHIQUE 3 : LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME



Source : Bloomberg

Note : Le rendement réel est dérivé de l'obligation émise par le Trésor français indexée à l'IPCH de la zone euro (hors tabac)

<sup>1</sup> Les *carry trades* peuvent évidemment se faire en plusieurs devises, par exemple en empruntant en yens à court terme et en investissant dans des titres à plus long terme libellés en dollars.

Ces grandes tendances sont d'ailleurs également discernables aux Etats-Unis, malgré quelques évolutions contrastées. Dans la zone euro, ces tendances témoignent largement des perspectives de croissances plutôt modestes jusqu'en septembre 2005, comme le reflètent les développements du rendement de l'OAT€i à dix ans (obligation émise par le Trésor français indexée sur l'IPCH hors tabac de la zone euro). En effet, ces rendements constituent un indicateur de mesure de la perception des opérateurs de marché concernant l'évolution future de l'activité économique et le recul des rendements réels jusqu'en septembre 2005 est à interpréter comme une révision à la baisse, par les opérateurs de marché, des anticipations de croissance dans la zone euro.

Dès le début de l'année passée les rendements obligataires à dix ans ont atteint des niveaux très bas en raison pour partie de la demande accrue émanant des investisseurs institutionnels. Après un bref rebond des rendements entre mi-février et mi-mars 2005, rebond qui fut d'ailleurs plus prononcé aux Etats-Unis que dans la zone euro à cause des attentes plus sévères relatives au resserrement de la politique monétaire américaine, les rendements obligataires ont à nouveau fléchi des deux côtés de l'Atlantique en raison d'une révision à la baisse des anticipations de croissance, mais aussi dans le cadre d'un apaisement des inquiétudes en matière d'inflation. Entre juin et mi-août 2005, les rendements à long terme ont à nouveau rebondi brièvement suite à la publication de données macroéconomiques propices aux Etats-Unis, mais aussi en raison des enquêtes de conjoncture favorables dans la zone euro. Ce redressement fut encore une fois plus prononcé aux Etats-Unis où le Système fédéral de réserve poursuivait sa politique de resserrement monétaire ; par conséquent, l'écart entre les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro s'est davantage accru. La flambée des prix pétroliers en août suite à l'activité des ouragans aux Etats-Unis a cependant conduit à la réapparition de craintes concernant les perspectives de croissance économique. En dépit de cela, le Système fédéral de réserve se montra plus soucieux quant à l'impact potentiel de la hausse des cours du pétrole sur l'évolution des prix.

Après avoir atteint des niveaux historiquement bas en septembre 2005, les rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro ont entamé une période haussière lors de laquelle ils se sont redressés considérablement, largement en raison d'une révision à la hausse des anticipations de croissance économique ; les attentes relatives à une éventuelle hausse des taux directeurs ont sans doute contribué à ces développements.

Les rendements américains avaient déjà commencé à se redresser quelque peu auparavant suite au regain d'optimisme relatif aux perspectives de croissance aux Etats-Unis, étant donné que l'impact des ouragans sur la capacité productive du pays avait été surestimé. Ces évolutions s'inscrivent d'ailleurs dans le cadre d'un retrait temporaire des prix du pétrole à partir de fin-août et jusqu'à fin-novembre.

Le raffermissement des perspectives de croissance s'est largement poursuivi en 2006, malgré la publication de données décevantes concernant l'évolution du PIB américain au dernier trimestre de 2005 et la nouvelle flambée des cours du pétrole à partir de décembre ; les pressions inflationnistes se sont toutefois renforcées en 2006, surtout aux Etats-Unis. La hausse continue des rendements obligataires a sans doute également reflété les attentes des opérateurs de marché quant aux resserrements futurs des politiques monétaires américaines et de la zone euro, bien que les opérateurs de marché commencent à s'interroger sur la fin du cycle du durcissement monétaire du Système fédéral de réserve.

### **1.1.3 Les marchés boursiers**

Après une évolution plutôt modérée et parfois négative des principaux indices boursiers internationaux entre janvier et mai 2005, les marchés ont entamé une longue période lors de laquelle ils ont progressé vigoureusement, notamment dans la zone euro mais surtout au Japon. La performance exceptionnelle du Nikkei 225 fut liée à la poursuite du redressement économique qui s'est d'ailleurs accéléré au cours de l'année passée, alors que la progression modeste du Standard and Poor's 500 pourrait être partiellement imputable à l'appréciation du dollar face au yen et à l'euro en 2005.

L'indice boursier japonais a progressé de 40% entre fin 2004 et fin 2005 (clôture à 16 111 points) ; le S&P 500 et le Dow Jones EuroStoxx ont enregistré des hausses de respectivement 3% et de 23% pour s'établir à 1 248 points et 329 points en fin 2005. Entre fin 2005 et fin mai 2006, le S&P 500 et le Dow Jones EuroStoxx ont continué de progresser, augmentant de 2% et 4% respectivement ; le Nikkei a chuté de 4%, ayant progressé jusqu'en avril mais retombant par la suite aux niveaux de fin 2005. Le retrait des cours depuis mai 2006 est en premier lieu imputable à la réapparition de craintes inflationnistes et aux anticipations des décisions de politique monétaire y relatives, ainsi qu'à l'accroissement de la volatilité sur les marchés boursiers.

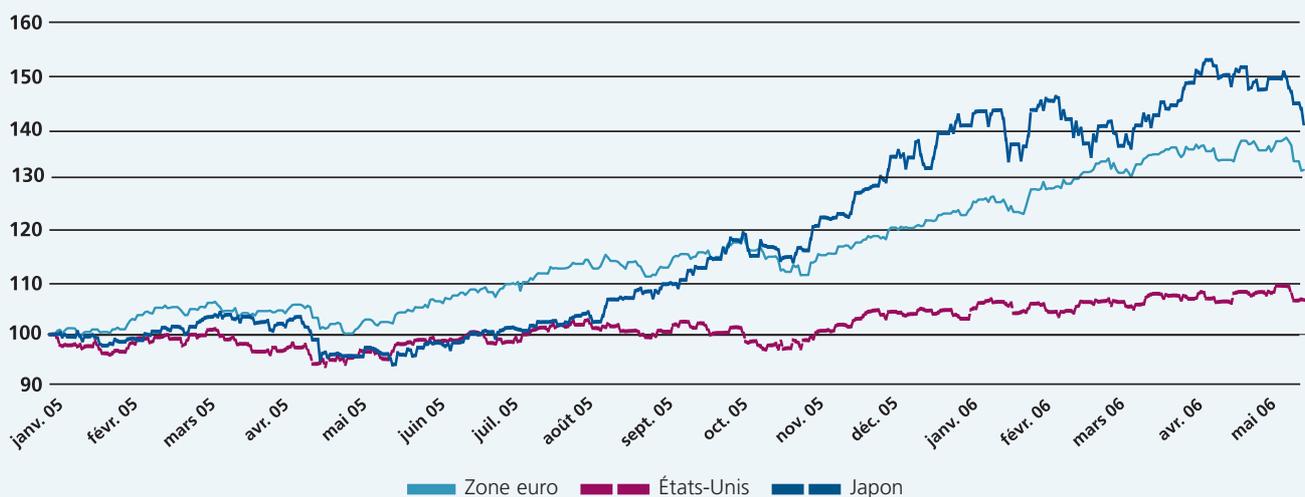
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La progression des principaux cours boursiers s'est faite malgré une hausse très importante des cours du pétrole en 2005 et en début 2006. Si dans le passé le renchérissement du pétrole a conduit à un repli généralisé des cours de bourse, on constate que les marchés boursiers internationaux ont largement résisté au choc pétrolier de l'année passée et encore en début d'année. Ceci est particulièrement le cas pour l'évolution du Nikkei 225 qui d'habitude est nettement plus sensible aux cours du pétrole mais qui a néanmoins affiché une progression extraordinaire.

La résistance des principaux indices boursiers à la hausse des prix de l'énergie s'explique par le fait que les opérateurs de marché ont attribué moins d'importance aux éléments qui influent normalement sur les cours boursiers. Tout d'abord, les économies avancées sont nettement moins dépendantes du pétrole que cela n'était le cas lors des flambées précédentes. Ensuite, les cours du pétrole élevés sont pour partie le résultat d'une demande très prononcée de nouveaux pays, dans le contexte d'une croissance économique mondiale toujours impressionnante. Ces deux facteurs impliquent que la croissance économique fut beaucoup moins susceptible de se ralentir face à la montée des prix pétroliers, même si l'activité économique dans la zone euro resta modeste en 2005 et que celle des Etats-Unis s'est quelque peu atténuée au cours de l'année.

Les effets de la demande à la hausse sont relayés par des effets du côté de l'offre liés aux troubles géographiques et au manque d'investissements. En outre, il serait utile de rappeler qu'une partie des entreprises comprises dans les indices larges exercent également leur activité dans d'autres régions que celles où les marchés boursiers respectifs sont situés. L'impact du choc pétrolier par le biais d'une éventuelle hausse des coûts des entreprises fut d'ailleurs largement mitigé par l'absence d'effets de second tour puisque la hausse des cours du pétrole n'a pas eu d'effet considérable sur le processus de fixation des salaires. C'est sans doute dans ce contexte qu'il convient d'ailleurs de comprendre l'évolution très propice des bénéfices par action courants et anticipés, évolution qui a largement contribué à la progression importante des principaux cours boursiers. Les niveaux exceptionnellement faibles des rendements obligataires à long terme, qui servent de taux d'actualisation des revenus futurs anticipés, ont également apporté leur support aux marchés boursiers. S'agissant du Japon, il convient de rappeler que les craintes déflationnistes se sont fortement apaisées depuis un certain temps ; en plus, la reprise de l'activité économique au Japon est moins tributaire du niveau des exportations et davantage tirée par la demande intérieure. Celle-ci demeure le principal moteur de la croissance économique nipponne qui s'est renforcée de façon graduelle et continue tout au long de la période, portant le Nikkei 225 à des niveaux qui n'ont pas été enregistrés depuis juillet 2000.

**GRAPHIQUE 4 : LES GRANDS INDICES BOURSERS 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

C'est sous cet angle qu'il faut interpréter la progression relativement modeste des trois indices boursiers lors des premiers mois de l'année passée. Il est vrai que les bénéfices par actions étaient importants en début d'année, néanmoins les opérateurs de marché se montraient soucieux de l'effet que pourrait avoir le renchérissement du pétrole sur la rentabilité des entreprises et sur l'économie mondiale. Ces inquiétudes se sont renforcées en avril 2005 à la lumière de nouvelles publications de données mitigées (surtout aux Etats-Unis) indiquant que l'activité économique future serait peut-être plus morose qu'anticipée jusque-là. Au Japon, la progression du Nikkei fut sans doute entravée par les tensions politiques avec la Chine.

Les cours de bourse ont toutefois été soutenus par la baisse continue des rendements obligataires ainsi que par la robustesse des bons résultats des entreprises, et les marchés entamaient alors une longue période de croissance couvrant toute la période sous revue, rarement entrecoupée par quelques courtes périodes de retrait ; les deux facteurs sus-mentionnés continuaient ensuite à supporter les marchés boursiers durant toute l'année. Le recul des prix pétroliers en avril et en mai soutenait également les cours, bien que suivi d'une envolée des cours qui touchaient de nouveaux sommets en août.

Les incertitudes relatives aux perspectives de croissance se sont toutefois rapidement dissipées par la suite. L'impact des ouragans sur la capacité productive des Etats-Unis s'avérait moins importante qu'anticipée, alors que la reprise économique dans la zone euro et surtout au Japon devenait de plus en plus ferme. La progression du Nikkei se poursuivait fortement en septembre, suite à la réélection de M. Koizumi et aux anticipations de privatisation de la poste. En octobre, la montée des tensions inflationnistes aux Etats-Unis et dans la zone euro suite à la hausse des prix pétroliers se répercutait sur les anticipations de politique monétaire, tandis qu'au Japon l'indicateur de confiance de la banque centrale était ressorti inférieur aux attentes ; les cours fléchissaient brièvement dans un contexte de volatilité accrue, avant de poursuivre leur trajectoire haussière.

L'évolution favorable de l'activité économique et la rentabilité continue des entreprises l'emportaient ensuite de plus en plus sur les autres éléments susceptibles d'avoir un effet modérateur, voire négatif, sur l'évolution des marchés boursiers. Néanmoins, au Japon quelques craintes apparaissaient à partir de décembre 2005 quant à la soutenabilité de la reprise économique et des gains enregistrés au cours des mois précédents. Le Nikkei 225 progressa alors dans un climat de volatilité prononcée qui se dégrada davantage à la suite d'une enquête relative à des présomptions de manipulation du marché par des cadres dirigeants d'une société Internet japonaise.

Le climat s'est toutefois amélioré plus récemment. Depuis avril de l'année en cours, la progression des cours de bourse a été freinée par la réapparition de craintes inflationnistes ; les cours se sont par la suite considérablement détériorés dans un climat de volatilité accrue.

#### 1.1.4 Les taux de change

Pour la majeure partie de l'année passée, l'euro s'est globalement replié face à presque toutes les principales devises comprises dans le panier du taux de change effectif nominal<sup>2</sup>, notamment face au dollar américain qui intervient avec un poids significatif dans ce calcul. S'il est vrai que l'évolution du taux de change bilatéral de l'euro face au dollar fait apparaître une tendance négative pendant pratiquement toute l'année, il faut cependant souligner que la dépréciation du taux de change effectif nominal ne dévoile pas les développements contrastés des autres devises qui interviennent avec un poids parfois nettement moins important.

Entre fin 2004 et fin 2005, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est déprécié de 7%, ce qui est largement attribuable à la dépréciation de l'euro contre le dollar dont le cours de change bilatéral s'établissait à USD 1,19 en fin 2005 ; la chute de l'euro par rapport à la devise américaine s'élève d'ailleurs à presque 13% et fait suite à une appréciation de 8% lors de l'année précédente. L'euro s'est également légèrement déprécié face à la livre sterling, qui intervient aussi avec un poids considérable dans le calcul du taux de change effectif. Par rapport au yen, l'euro est resté globalement inchangé. Entre début 2006 et fin mai, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est apprécié de 4%. L'euro s'est apprécié de 8% face au dollar ; il s'est légèrement apprécié face au yen, alors que par rapport à la livre sterling la devise unique n'a enregistré qu'un faible recul.

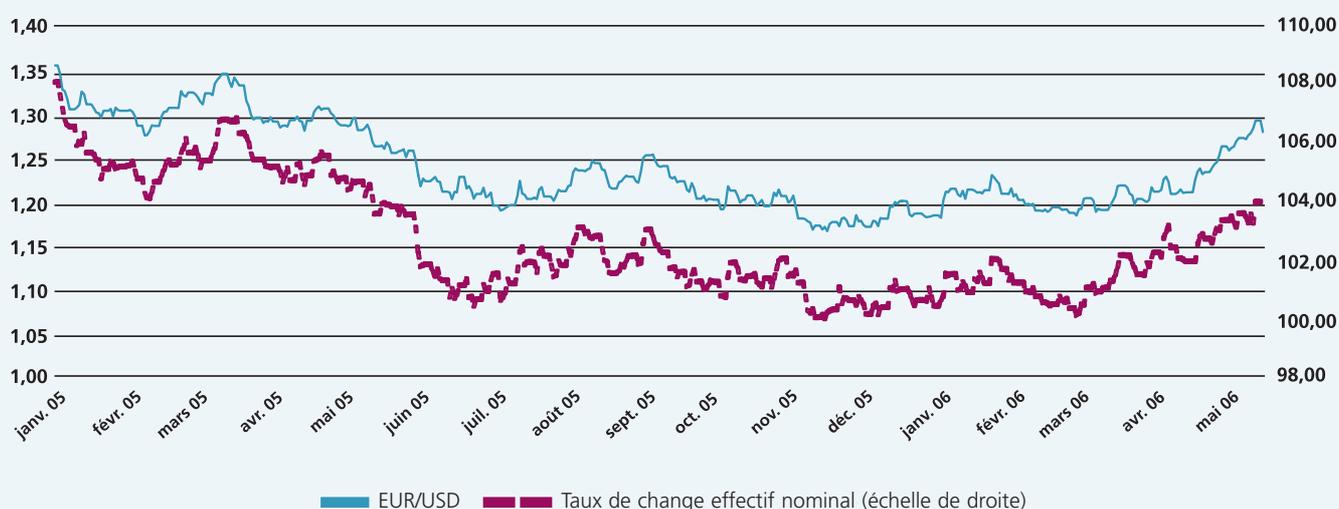
Les éléments ayant exercé une influence sur les cours de change de l'euro demeuraient pertinents pendant l'ensemble de la période sous revue. Les craintes des opérateurs de marché de change concernant les déficits structurels aux Etats-Unis, notamment le déficit commercial, ont généralement conduit à une dépréciation du dollar par rapport à l'euro. Pendant la majeure partie de l'année, ces craintes ont cependant été contrecarrées par l'accroissement du différentiel des taux directeurs aux Etats-Unis par rapport aux autres économies principales et, dans ce contexte, par les données globalement positives concernant les flux d'investissement de portefeuille aux Etats-Unis.

<sup>2</sup> Il s'agit du taux de change de l'euro par rapport aux devises des vingt-trois principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le *Homeland Investment Act*, qui a permis aux entreprises américaines de rapatrier à un taux d'imposition peu élevé les bénéfices accumulés par leurs filiales établies à l'étranger, a globalement soutenu la devise américaine. L'évolution tendancielle de l'euro face à la livre sterling et au yen japonais a largement suivi celle du cours euro-dollar. Au Japon, les anticipations relatives à la reprise économique ont eu un impact important sur les cours de change du yen ; le yen a également été supporté par d'importants flux internationaux envers les marchés boursiers japonais.

GRAPHIQUE 5 : LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO



Sources : Bloomberg, BCE

Dès le début de l'année, l'apaisement des craintes relatives aux déficits structurels soutenait le dollar ; ensuite, les inquiétudes concernant le déficit commercial s'intensifiaient toutefois dans un contexte de spéculations quant à une éventuelle diversification des réserves de change détenues par les banques centrales asiatiques, et l'euro s'appréciait à nouveau, bien que légèrement. Depuis mars 2005, l'accroissement du différentiel des taux directeurs et obligataires aux Etats-Unis et dans la zone euro a cependant exercé un effet opposé. L'euro a entamé alors une période de plusieurs mois au cours de laquelle il s'est continuellement déprécié par rapport au dollar et à la livre sterling et, dans une moindre mesure, face au yen, cette tendance ayant sans doute été soutenue début juin par le rejet, en France et aux Pays-Bas, du Traité établissant une Constitution pour l'Europe.

Ces développements ont bien évidemment également entraîné la dépréciation du taux de change effectif nominal de l'euro : rien que pendant le premier semestre 2005, le taux de change effectif s'est déprécié de plus de 6%.

Après un bref rebond de l'euro entre juillet et août, la tendance négative s'est à nouveau amorcée et l'euro s'est déprécié par rapport au dollar jusqu'en novembre. L'écart croissant entre les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro a sans doute contribué à cette évolution. Le recul de l'euro fut cependant nettement moins important qu'a cours du premier semestre ; les opérateurs de marché estimaient que l'activité économique allait graduellement se redresser dans la zone euro, ce qui a modéré le repli de l'euro.

C'est aussi dans ce contexte qu'il faut comprendre l'appréciation, depuis fin juin, de l'euro par rapport à la devise nipponne malgré des perspectives économiques japonaises de plus en plus favorables ; la flambée des prix pétroliers a de plus eu un effet négatif sur le yen. L'impact de la faiblesse du yen sur le taux de change effectif nominal de l'euro a cependant été plutôt modeste, même compte tenu de la faible dépréciation de la livre sterling ; l'appréciation du dollar et des devises asiatiques ancrées à la devise américaine de façon formelle ou de facto emportait le taux de change effectif vers son plus-bas niveau de l'année. La décision de la Chine, le 21 juillet, d'introduire graduellement plus de flexibilité dans son régime de change n'a d'ailleurs eu qu'un effet passager sur les cours.

A partir de décembre 2005, l'euro a inversé sa tendance par rapport au dollar. Les anticipations de politique monétaire et les signes de plus en plus pertinents, indiquant que l'activité économique dans la zone euro allait se renforcer, ont exercé une incidence sur l'euro, non seulement face au dollar mais aussi face aux autres devises principales.

Le 2 mai 2005, Chypre, la Lettonie et Malte ont intégré le mécanisme de change européen (MCE) II. Les cours pivots de ces monnaies par rapport à l'euro ont été arrêtés à CYP 0,585274 pour la livre chypriote, LVL 0,702804 pour le lats letton et MTL 0,429300 pour la lire maltaise.

Le 28 novembre 2005, la couronne slovaque a également été incluse au sein du MCE II ; son cours pivot par rapport à l'euro a été fixé à SKK 38,4550. Depuis leur intégration au sein du MCE II, ces devises sont restées proches de leurs cours pivots.

### 1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle moyenne de la zone euro, mesurée par l'IPCH, s'est élevée à 2,2% en 2005, soit 0,1 point de pourcentage de plus que les deux années précédentes. La flambée du cours du pétrole a constitué le principal impact haussier sur les prix à la consommation, comme en témoigne un rythme annuel moyen de 10,1% des prix de l'énergie, contre 4,5% en 2004.

Par contre, les tensions inflationnistes d'origine interne sont restées contenues en 2005, reflétant la poursuite de la modération salariale, ainsi qu'une moindre contribution à l'IPCH global de la fiscalité indirecte et des prix administrés. A noter aussi que l'orientation favorable des prix des produits manufacturés importés a contrebalancé quelque peu le renchérissement de l'énergie. Ainsi, le rythme de progression moyen annuel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés s'est établi à 1,5% en 2005, en recul par rapport aux 2,1% enregistrés en 2004.

**TABLEAU 1 : ÉVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ (IPCH) ET DE SES COMPOSANTES DANS LA ZONE EURO**

	2003	2004	2005	2004 T4	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4	2006 T1	2005 déc.	2006 janv.	2006 févr.	2006 mars	2006 avril	2006 mai
<b>IPCH Global</b> dont	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,2	2,4	2,5
- Produits alimentaires non transformés	2,1	0,6	0,8	-0,8	0,5	0,8	0,8	1,4	1,4	1,5	2,0	1,7	0,6	1,3	
- Produits alimentaires transformés	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,5	1,8	2,2	2,0	1,8	1,9	1,9	2,3	2,2	
- Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,3	0,4	0,2	0,3	0,5	0,6	
- Énergie	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,7	12,7	11,1	12,2	11,3	13,6	12,6	10,5	11,0	
- Services	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	1,9	2,1	2,0	2,0	1,9	2,1	
<b>ICPH hors produits alimentaires non transformés et énergie</b>	2,0	2,1	1,5	2,0	1,6	1,5	1,4	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4	1,6	

Source : Eurostat

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En ce qui concerne l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro début 2006, on note que le rythme de progression annuel de l'IPCH a été nettement supérieur à 2% au cours de la période allant de janvier à avril, en raison essentiellement de la persistance des tensions inflationnistes liées aux prix du pétrole. En effet, le taux de progression annuel de l'IPCH s'est inscrit à 2,4% en janvier, février et avril 2006, alors que la variation annuelle des prix de l'énergie ne cesse de dépasser les 10%.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH s'est établie à 2,5% en mai 2006. 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.

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 2,5% en 2006, pour se situer entre 1,6% et 2,8% en 2007. Par rapport aux projections macro-économiques publiées en décembre 2005, les intervalles de projection pour l'inflation de 2006 ont été revus à la hausse en raison de la montée des cours du pétrole. Ces projections en matière de prix sont également basées sur le jugement que l'actuelle modération salariale va se poursuivre.

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

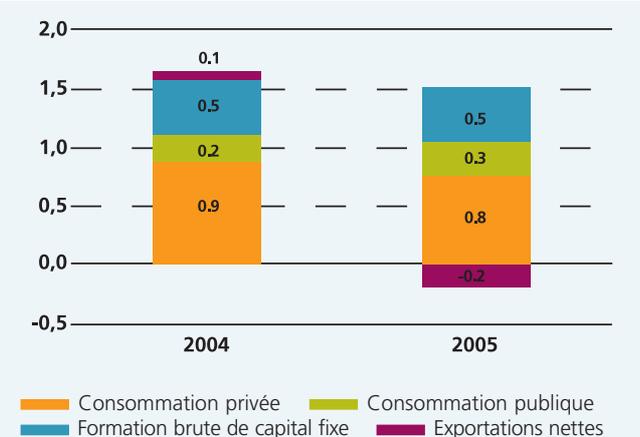
En 2005, la progression du PIB s'est établie à 1,4% au sein de la zone euro, en décélération par rapport à l'année précédente (1,8%). Cette perte de vitesse s'inscrit dans le sillage du ralentissement temporaire de la demande mondiale au premier semestre 2005 et des effets décalés de la hausse des cours du pétrole et de l'appréciation antérieure de l'euro. Dans l'ensemble, le diagnostic d'une croissance moins robuste qu'initialement projetée pour l'année 2005 a été confirmé. Soulignons toutefois que l'estimation préliminaire de la progression trimestrielle du PIB réel pour le premier trimestre 2006 laisse transparaître un redressement significatif de la conjoncture (+0,6%) en ligne avec les prévisions de renforcement graduel de l'activité, réalisées par l'Eurosystème, la Commission européenne et l'OCDE.

Comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses, l'infléchissement de la croissance annuelle de l'activité au cours de l'année 2005 peut être attribué à une moindre contribution tant des exportations nettes (-0,2 pp en 2005 après 0,1 pp en 2004) que de la demande domestique (1,5 pp après 2,0 pp en 2004).

Plus en détail, du côté de la demande domestique, c'est la moindre part contributive de la consommation privée qui explique son évolution en 2005. La croissance annuelle de cette composante s'est infléchie en 2005 en partie en raison de la faible contribution du revenu réel disponible qui a été particulièrement affecté par le renchérissement des prix de l'énergie. L'évolution du revenu disponible n'a pas été compensée par une diminution de l'épargne des ménages, lesquels sont demeurés relativement pessimistes vis-à-vis de l'évolution du marché du travail. Par ailleurs, la modeste augmentation de la part contributive de la demande publique (de 0,2 pp en 2004 à 0,3 pp en 2005) n'a pas réussi à compenser la baisse de la part contributive de la demande privée. En outre, la contribution de la formation brute de capital fixe s'est stabilisée (0,5 pp en 2004 et 2005) à un niveau positif en phase avec l'environnement favorable créé par des conditions de financement toujours propices, la hausse de la demande mondiale et les gains de rentabilité et d'efficacité réalisés par les entreprises.

Sur le plan extérieur, le recul de la part contributive du solde extérieur au cours de l'année sous revue est lié au fait que la perte de vitesse significative de la progression des exportations (de 6,5% en 2004 à 3,8% en 2005) s'est accompagnée d'une décélération d'une moindre amplitude des importations (de 6,7% à 4,6%). Les effets décalés de l'appréciation de l'euro, combinés au ralentissement temporaire de la demande mondiale au cours du premier semestre 2005 notamment, constituent les principaux facteurs explicatifs de la décélération marquée de la progression des exportations.

**GRAPHIQUE 6 : CONTRIBUTIONS DES DIFFÉRENTES COMPOSANTES À LA CROISSANCE ANNUELLE DU PIB (EN PP À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS ET HORS VARIATION DE STOCKS)**



Source : Eurostat

Les projections de la croissance annuelle du PIB en volume de la Commission européenne et de l'OCDE pour 2006 et 2007 tablent sur une consolidation progressive de l'activité économique. Les dernières projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème de juin 2006 relatives à la croissance du PIB en volume affichent quant à elles une progression du PIB comprise entre 1,8 % et 2,4 % pour 2006 et entre 1,3 % et 2,3% pour 2007. A noter que ces projections sont demeurées inchangées pour 2006 et ont été revues à la baisse pour 2007 par rapport aux projections de la BCE de mars 2006. Néanmoins, les conditions d'un renforcement de l'activité économique apparaissent toujours réunies malgré des risques à la baisse pesant sur la croissance, liés à l'impact de la hausse des cours du pétrole.

De fait, sur le plan interne, la croissance de la consommation privée devrait bénéficier de la hausse attendue du revenu disponible réel dans le contexte d'une progression plus forte de l'emploi et être affectée dans son profil par les hausses importantes de taxations indirectes décidées pour 2007 ; elle pourrait ainsi se fixer dans des intervalles de 1,4% et 1,8% en 2006 et de 0,5% et 1,7% en 2007. Les conditions de financement très favorables, les excellents résultats des sociétés et les restructurations d'entreprises ont créé un environnement propice à l'investissement qui pourrait s'inscrire entre 2,3% et 4,5% en 2006 et entre 1,6% et 4,8% en 2007. La croissance annuelle de la consommation publique devrait quant à elle demeurer modeste s'établissant dans des fourchettes de 1,3% et de 2,3%, et de 0,7% et 1,7% respectivement au cours des deux années de projections sous revue.

Sur le plan extérieur, la croissance de l'économie mondiale est demeurée soutenue, stimulant dans son sillage la progression annuelle des exportations de la zone euro qui devrait dès lors se fixer dans des fourchettes de respectivement 5,2% et 8,0% en 2006 et 3,3% et 6,5% en 2007. Parallèlement, sous l'effet du raffermissement de la demande interne présentant un contenu en importations notable, la croissance des importations de la zone euro pourrait demeurer relativement robuste tout au long de l'horizon des projections se fixant dans des intervalles de 5,3% et 8,7% en 2006 et de 2,8% et 6,2% en 2007. Dès lors, en écho à ces évolutions, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement neutre sur la période de projections.

En résumé, ces projections reposent sur un scénario de reprise conjoncturelle classique caractérisé par un redémarrage des exportations en 2004 et qui s'est poursuivi par un redressement de l'investissement des entreprises en 2005 qui va se compléter par une transmission de la dynamique de croissance à la consommation privée.

**TABEAU 2 : PROJECTIONS ET PRÉVISIONS MACRO-ÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO**

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

Sources : Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

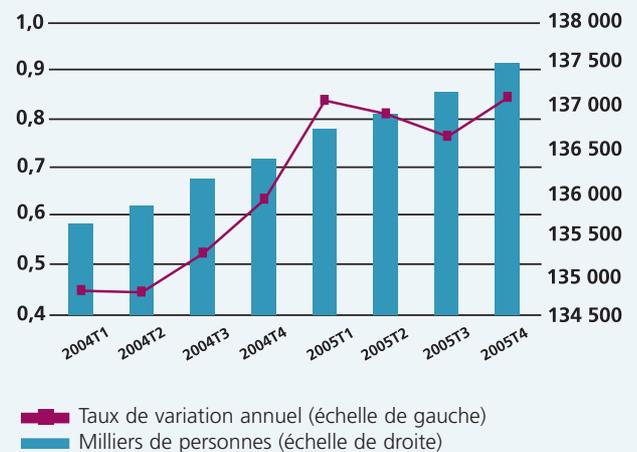
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La situation sur le marché du travail s'est améliorée tout au long de l'année 2005. Pour rappel, après être restée largement inchangée en 2003 autour de 0,6%, la croissance annuelle de l'emploi s'est consolidée en 2004 passant de 0,4% à 0,8% entre le premier et le dernier trimestre. Les données relatives à l'année 2005 décrivent une stabilisation de la progression de l'emploi autour de 0,8%.

La hausse de la création nette d'emplois se fait désormais aussi sentir sur le front du chômage qui, après un plafonnement durant toute l'année 2004 autour de 8,9% en moyenne, s'est inscrit en baisse tout au long de l'année 2005 (passant de 8,8% à 8,3% de janvier à décembre soit une moyenne annuelle de 8,6%). Les données disponibles sur le front du chômage au cours du premier trimestre 2006 étayaient ce scénario d'embellie puisque le taux de chômage a poursuivi sa baisse graduelle au cours de ces trois mois pour ne plus afficher que 8,1% en mars 2006.

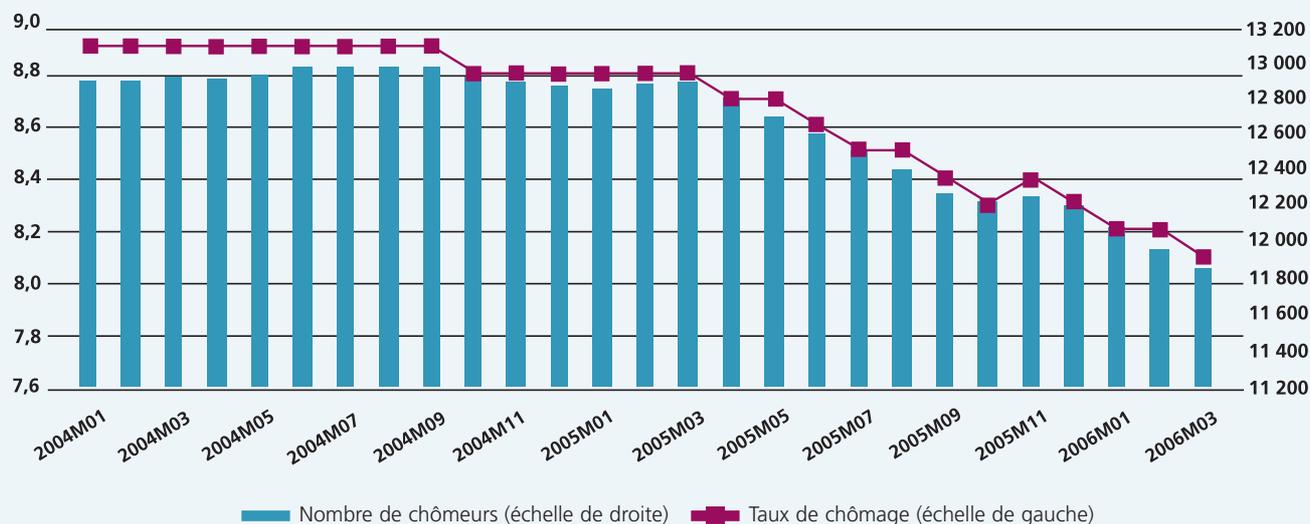
Les perspectives demeurent toutefois aussi dépendantes de l'engagement plus déterminé de chaque Etat à mettre en œuvre des réformes structurelles sur le marché du travail pour lesquelles ils se sont engagés dans le cadre du processus de Lisbonne.

**GRAPHIQUE 7 : VARIATION ANNUELLE ET NIVEAU DE L'EMPLOI TOTAL (À L'ERREUR D'ARRONDI PRÈS)**



Source : Eurostat

**GRAPHIQUE 8 : NOMBRE DE CHÔMEURS (MILLIERS DE PERSONNES) ET TAUX DE CHÔMAGE STANDARDISÉ POUR LA ZONE EURO (EN % DE LA POPULATION ACTIVE)**



Source : Eurostat

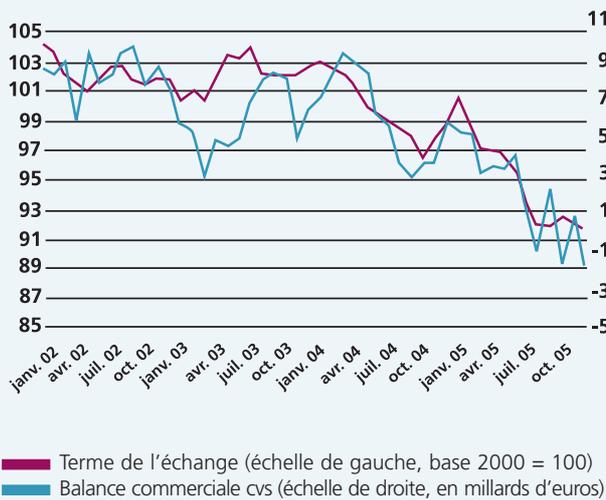
### 1.1.7 Le commerce extérieur

L'excédent du commerce extérieur de la zone euro a fortement chuté à 22,7 milliards d'euros au cours de l'année 2005 contre 71,5 milliards d'euros en 2004. Cette détérioration est consécutive à une progression des importations plus rapide que celle des exportations. Ces dernières n'ont progressé que de 7,3% alors que la croissance des importations s'est élevée à 12,3%. En volumes, l'écart de croissance entre les importations et les exportations s'est toutefois avéré moins significatif (respectivement 9,7% et 9,1%, voir graphique). Le différentiel de croissance provient donc de l'évolution des prix relatifs qui montre une détérioration de 7% pour les termes de l'échange, les valeurs unitaires à l'importation ayant augmenté de 12,6% en 2005 contre 4,8% pour les exportations. La forte progression des prix à l'importation tient essentiellement au renchérissement du pétrole.

Les données récentes montrent qu'au premier trimestre de 2006, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit de 11,6 milliards d'euros alors qu'il avait enregistré un excédent de 5,8 milliards sur la même période de 2005. A ce rythme, les échanges extérieurs de biens pourraient se solder par un déficit sur l'ensemble de l'année 2006, situation que la zone euro n'a plus connue depuis l'an 2000.

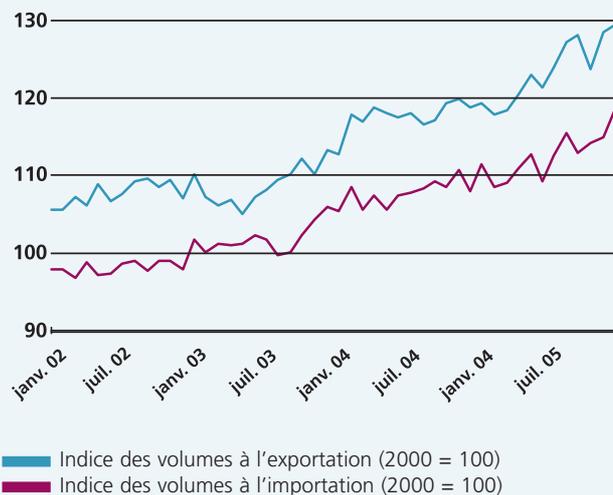
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 9 : ÉVOLUTIONS MENSUELLES DES TERMES DE L'ÉCHANGE ET DU SURPLUS COMMERCIAL DE LA ZONE EURO (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES, CVS)**



Source : Eurostat

**GRAPHIQUE 10 : ÉVOLUTION EN VOLUMES DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO**



Source : Eurostat

S'agissant de la répartition du solde commercial par principales catégories de biens, les excédents sur les machines et véhicules (137 milliards d'euros) ainsi que sur les produits chimiques et connexes (71 milliards) ont légèrement progressé de respectivement 1,2% et de 3,7% en 2005. Le surplus dégagé sur les produits manufacturés classés selon la matière première a par contre stagné à 36 milliards d'euros. Dans les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde négatif, les combustibles minéraux et lubrifiants (produits pétroliers) ont vu leur déficit grimper de 46% à 196 milliards d'euros en 2005. De même, le déficit en matières premières (26 milliards) s'est alourdi suite à la hausse généralisée des cours de ce type de biens.

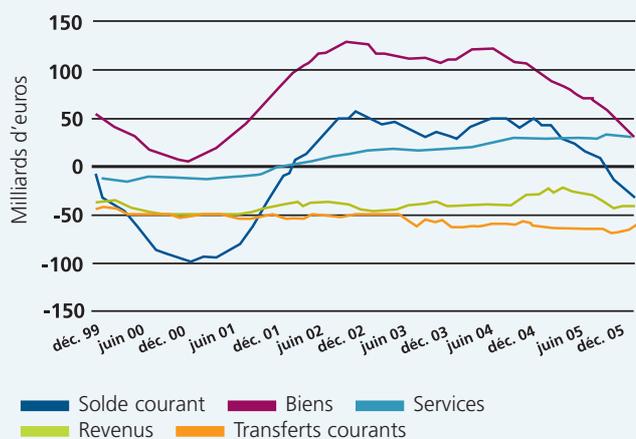
En ce qui concerne les évolutions du commerce extérieur selon les principaux partenaires de la zone euro, l'excédent à l'égard du Royaume-Uni a chuté à 52 milliards en 2005 contre 60,6 milliards en 2004. Le surplus vis-à-vis des Etats-Unis a en revanche augmenté de 8% à 65 milliards pour toute l'année 2005. On note également une forte progression des excédents vis-à-vis des 10 nouveaux pays membres de l'UE. Les déficits ont fortement progressé dans les échanges avec les pays producteurs de pétrole : les pays membres de l'OPEP (+174% à 35,7 milliards d'euros), la Russie (+45% à 30 milliards), la Norvège (+23% à 21,5 milliards) et quelques pays d'Afrique (+145% à 22 milliards). Par ailleurs, le traditionnel déficit vis-à-vis de la Chine augmente sans cesse (+42% à 74 milliards en 2005, soit le plus lourd déficit), tandis que celui vis-à-vis du Japon est en retrait (-11% à 18,7 milliards d'euros en 2005).

### 1.1.8 La balance des paiements

Le compte courant de la zone euro s'est soldé par un déficit de 22,6 milliards d'euros sur toute l'année 2005 alors qu'il avait enregistré un excédent de 49,7 milliards en 2004. Cette détérioration a concerné presque tous les soldes partiels de la balance courante, à l'exception du solde des services dont le surplus s'est amélioré de 18%. Le mouvement dans le solde courant de la zone euro s'explique avant tout par la chute de l'excédent des marchandises qui est passé de 105,2 milliards d'euros en 2004 à 53 milliards en 2005. Soutenues par le renchérissement du pétrole et par la hausse généralisée des prix de matières premières, les importations de la zone euro ont en effet réalisé une progression relativement importante en valeur, comparée à celle des exportations, provoquant de ce fait une forte contraction (-50%) de l'excédent des marchandises. Par ailleurs, le compte courant de la zone euro a souffert d'une évolution défavorable des revenus et des transferts courants dont les déficits se sont alourdis.

La détérioration du solde courant s'est poursuivie au premier trimestre 2006, la zone euro ayant enregistré un déficit de 11,4 milliards d'euros, toujours sous l'effet d'une évolution défavorable de la balance des marchandises qui s'est soldée par un déficit de 3,9 milliards d'euros au premier trimestre 2006 contre un excédent de 15,1 milliards d'euros sur la même période de 2005.

**GRAPHIQUE 11 : ÉVOLUTION DES SOLDES DU COMPTE COURANT DE LA ZONE EURO**



Source : BCE

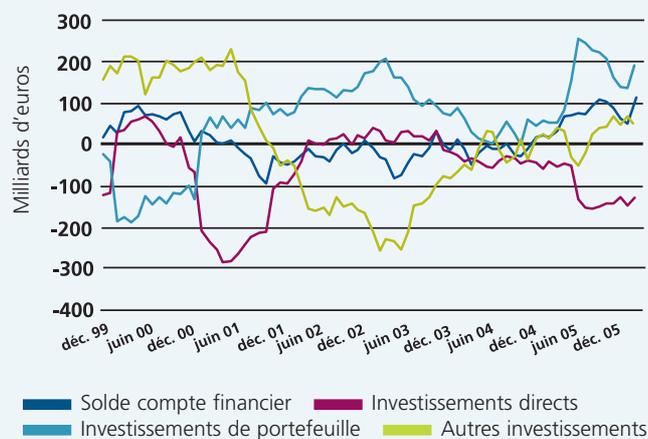
Dans les flux du compte financier, la zone euro a enregistré une importation nette de capitaux de 90 milliards d'euros en 2005, situation qu'elle n'avait plus connue depuis 2000. Ce retournement de tendance s'explique surtout par les achats nets de titres de participation et de titres de créance à court terme émis par la zone euro, mais aussi par une hausse des dépôts des non-résidents dans les institutions financières et monétaires résidentes. Les acquisitions nettes d'actions ont ainsi rapporté 140 milliards d'euros d'entrées nettes en 2005 contre 25 milliards en 2004. Cette forte préférence des non-résidents pour les actions est probablement liée aux anticipations de rendements relativement plus élevés sur les marchés boursiers de la zone euro (cfr. Sections 1.1.3 et 1.1.4 ci-dessus). Sous la rubrique "autres investissements", la zone euro a bénéficié d'entrées nettes de 68 milliards d'euros contre des sorties nettes de 38 milliards en 2004.

Ces entrées nettes ont concerné essentiellement les établissements de crédit de la zone qui ont enregistré une forte hausse de leurs engagements à court terme, hausse qui n'a été que partiellement compensée par la baisse de leurs engagements à long terme. Les administrations publiques et les "autres secteurs" ont en revanche accru leurs créances nettes envers les non-résidents.

Toutes les entrées nettes évoquées ci-dessus ont été en grande partie compensées par des sorties nettes au titre d'investissements de portefeuille en obligations (23 milliards) et surtout au titre d'investissements directs (145 milliards d'euros).

Au cours de l'année 2005, les entreprises de la zone euro ont augmenté leurs investissements à l'étranger afin de profiter des perspectives de croissance économique relativement meilleures dans le reste du monde, notamment aux Etats-Unis et dans les pays émergents. Quant aux sorties nettes d'investissements en obligations, leur évolution est motivée par les écarts importants de rendements offerts par les titres d'emprunts publics américains par rapport à ceux de la zone euro.

**GRAPHIQUE 12 : ÉVOLUTION DES SOLDES DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO**



Source : BCE

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2 La situation économique au Luxembourg

### 1.2.1 Les prix et les coûts

#### 1.2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

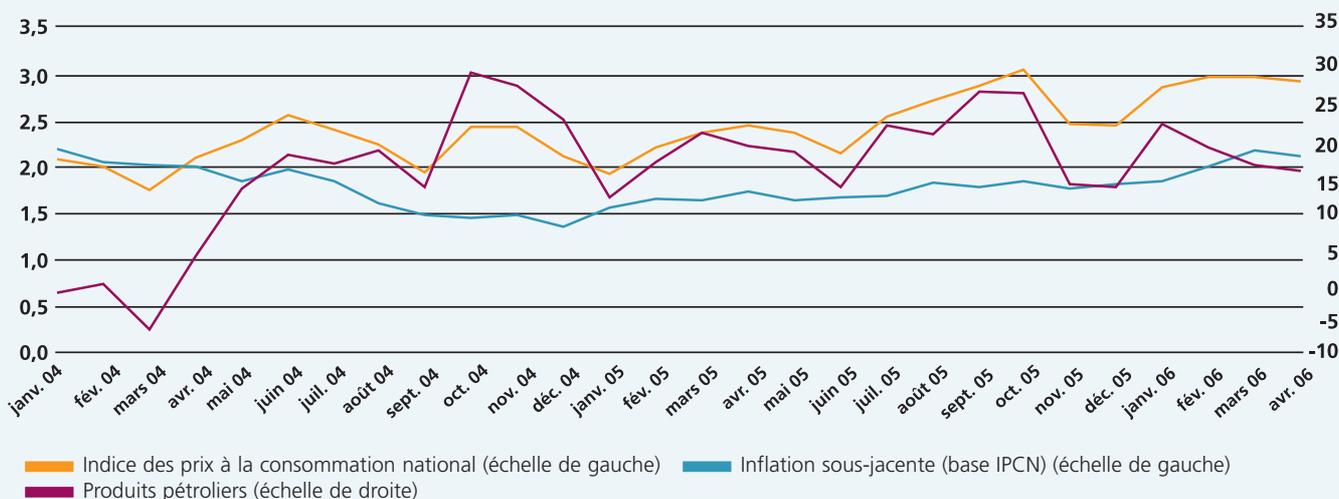
L'inflation annuelle mesurée selon l'indice harmonisé (IPCH), qui n'est guère représentatif des habitudes de consommation des résidents en raison de la pondération excessive des articles dont une proportion importante est consommée par des non-résidents (tabac et produits pétroliers), s'est établie à 3,8% en moyenne en 2005, soit une augmentation de 0,6 point de pourcentage par rapport au taux enregistré en 2004.

Le rythme de progression de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a atteint 2,5% en moyenne en 2005, contre 2,2% l'année précédente. Cette accélération s'explique dans une large mesure par la flambée des prix des produits pétroliers qui ont augmenté de 18,5% par rapport à l'année 2004.

L'inflation sous-jacente<sup>3</sup> a changé de tendance pour s'inscrire en hausse au cours de l'année 2005, mettant ainsi un terme au recul des tensions inflationnistes sous-jacentes observé entre 2002 et 2004. Le rythme de progression annuel moyen de l'inflation sous-jacente reste inchangé à 1,8% par rapport à l'année 2004 malgré ce retournement défavorable.

En 2005, la hausse moyenne des prix des services s'est ralentie de 0,1 point de pourcentage par rapport au rythme atteint en 2004. Cependant, la progression annuelle de ces prix demeure toujours assez élevée avec 2,6% en moyenne en 2005. Les observations des données mensuelles de l'année 2005 permettent de conclure que les prix des services ont inversé leur tendance à la baisse des dernières années. En outre, la contribution des prix des services au taux d'inflation global est restée pratiquement stable à quelque 0,9 point de pourcentage. A noter que l'indexation automatique des salaires d'octobre 2005 a exercé une pression à la hausse sur les prix des services. L'impact de l'indexation automatique sur la progression des salaires est passé de 2,1 points de pourcentage en 2004 à 2,5 points de pourcentage en 2005.

GRAPHIQUE 13 : INFLATION ET PRODUITS PÉTROLIERS (TAUX DE VARIATION ANNUELS)



Source : STATEC

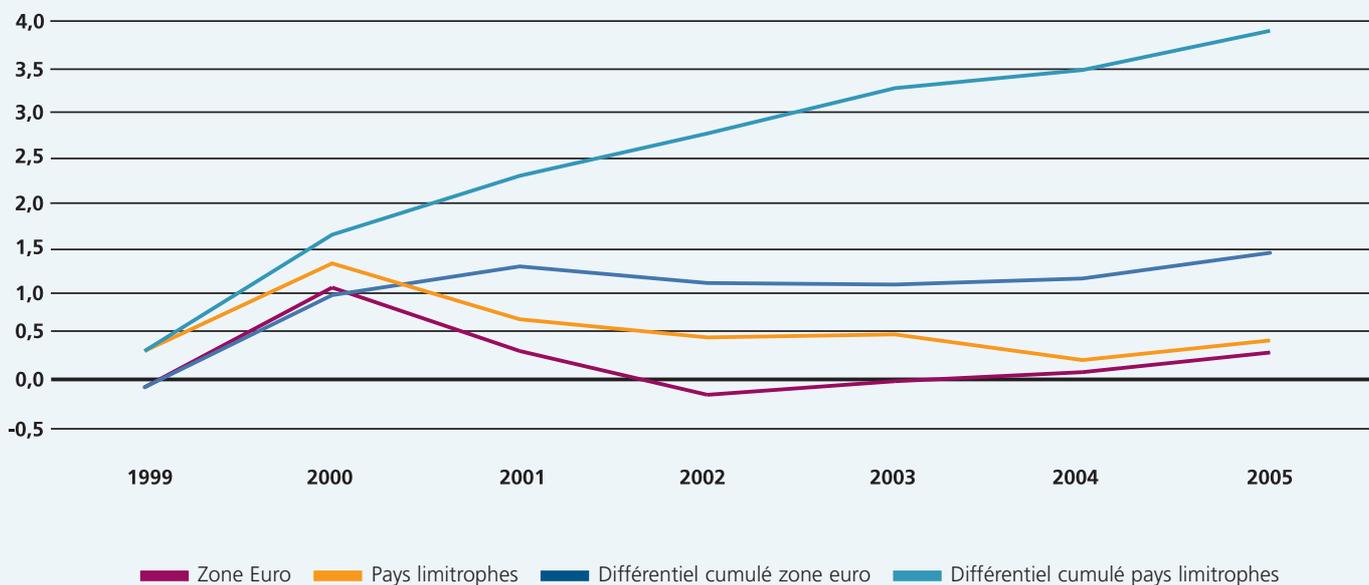
<sup>3</sup> Le STATEC établit la série en question en excluant de l'indice national global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao, le chocolat en poudre, le gaz de ville, le gaz naturel, le gaz liquéfié, les combustibles liquides, les combustibles solides, les gas-oil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

En 2005, l'influence directe des mesures de politique budgétaire sur l'IPCN, via essentiellement les canaux des prix administrés (0,27 point de pourcentage), de la fiscalité indirecte (0,05 pp) et du tabac (0,14 pp) a été de 0,46 pp en 2005, soit quelque 0,1 pp de moins qu'en 2004. Ce constat confirme les résultats d'une analyse détaillée, publiée antérieurement par la BCL, selon laquelle la contribution des mesures budgétaires à l'inflation globale a été plus déterminante au cours de la période de 2000 à 2004 que pendant celle de 1996 à 1999.

En ce qui concerne les tendances du début de l'année 2006, le rythme de progression annuel de l'IPCN s'est accéléré de 2,5% en décembre pour osciller entre 2,9 et 3,0% au cours des quatre premiers mois de l'année. Les produits pétroliers restent un important facteur inflationniste début 2006, comme en témoignent des taux de variation annuels élevés pour cette composante de l'IPCN global (15,7% en avril 2006). Le rythme de progression annuel de l'inflation sous-jacente a poursuivi la tendance à la hausse observée depuis le début 2005, passant de 1,9% en décembre 2005 à respectivement 2,2% et 2,1% en mars et avril 2006.

En 2005 et début 2006, les écarts d'inflation<sup>4</sup> du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes se sont fortement creusés. La moyenne annuelle du différentiel d'inflation est passée de 0,1 pp en 2004 à 0,3 pp en 2005 pour la zone euro et de 0,2 pp à 0,4 pp pour les pays limitrophes. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 à la fin 2005, ont atteint 1,4 et 3,9 points de pourcentage par rapport à respectivement la zone euro et la moyenne des pays limitrophes (cf. graphique). Les écarts d'inflation non cumulés ont atteint respectivement 0,6 et 0,8 point de pourcentage au premier trimestre 2006. La dégradation du différentiel d'inflation est encore plus défavorable si on le calcule par rapport à l'IPCH du Luxembourg et non eu égard à l'IPCN. En effet, le différentiel de l'IPCH du Luxembourg vis-à-vis de celui de la zone euro a affiché une valeur de 1,6 point de pourcentage au premier trimestre 2006, contre 1,2 point de pourcentage au premier trimestre 2005.

GRAPHIQUE 14 : DIFFÉRENTIELS D'INFLATION (EN POINTS DE POURCENTAGE)



Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL

<sup>4</sup> Taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) du Luxembourg moins taux annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) respectivement de la zone euro et des pays limitrophes.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

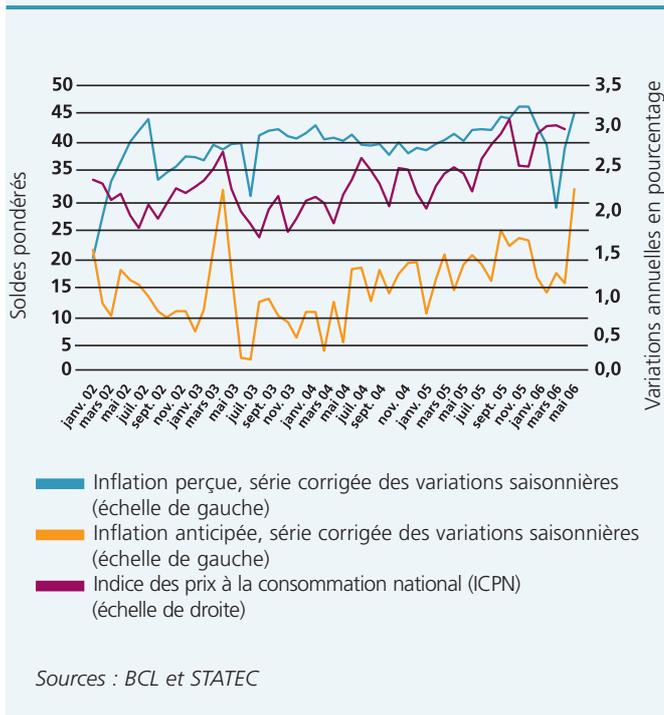
Le graphique suivant illustre l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCN ainsi que celle des variables qualitatives relatives aux prix à la consommation que sont l'inflation perçue et l'inflation anticipée telles que recensées par le biais des enquêtes de conjoncture. Il fait apparaître que les variables qualitatives ont assez bien reflété, en 2005, la tendance haussière observée au niveau du rythme de progression de l'IPCN. Début 2006, en revanche, l'inflation annuelle reste élevée, essentiellement en raison de la flambée des prix des produits pétroliers, tandis que l'inflation perçue et l'inflation anticipée ont enregistré des reculs. Cette évolution favorable des variables qualitatives au Luxembourg, début 2006, contraste avec celle relative à la zone euro, caractérisée par une certaine stabilité. Cependant, ces variables qualitatives se sont fortement détériorées en mai 2006.

## Prévisions d'inflation

### Hypothèses

Mi-mai, l'euro cotait aux environs de 1,27 USD/EUR, soit un niveau supérieur aux prévisions datant de décembre 2005<sup>5</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi simultanément autour de 73\$/bl et les marchés à terme anticipent une accélération graduelle vers un niveau légèrement supérieur à 74\$/bl en juin 2007 - niveau également supérieur aux hypothèses de l'exercice de décembre 2006. En somme, l'appréciation de l'euro n'a pas pu compenser l'envolée du prix du pétrole exprimé en dollar et la révision, par rapport à l'exercice précédent, du prix du pétrole exprimé en euros est considérable. Elle passe de 4% au premier trimestre 2006 à 17% à la fin de l'horizon de prévision. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

**GRAPHIQUE 15 : INFLATION PERÇUE, ANTICIPÉE ET OBSERVÉE**



**TABLEAU 3 : HYPOTHÈSES SOUS-JACENTES AUX PRÉVISIONS D'INFLATION**

	2004	2005	2006	06-T1	06-T2	06-T3	06-T4	07-T1	07-T2
Prix du pétrole (brent) en \$	38,3	54,4	70,3	62,1	71,5	73,3	74,2	74,4	74,1
Taux de change \$/€	1,24	1,24	1,25	1,20	1,25	1,27	1,27	1,27	1,27
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	20,7	42,3	28,1	42,3	38,9	14,7	22,3	13,7	2,7

Source : BCL

Lors de la déclaration du gouvernement sur la "Situation économique, sociale et financière du pays" à la Chambre des Députés, le Premier ministre a annoncé deux mesures fiscales ayant un impact direct sur les prix de l'énergie. Ces mesures consistent en un relèvement du niveau des accises sur l'essence et le diesel de respectivement 20€/1 000l et 12,5€/1 000l à partir du 1er janvier 2007. Selon nos estimations, l'impact de cette mesure sur l'indice national des prix à la consommation serait de l'ordre de 0,07 pp ; cet impact serait également supérieur à l'effet total des mesures fiscales sur l'énergie mises en œuvre dans le cadre des budgets pour les années 2004 et 2005. L'impact sur l'IPCH serait plus élevé, de l'ordre de 0,2 pp.

<sup>5</sup> Voir Bulletin 2005/3 BCL, pp.32-34.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les évolutions récentes ont, en moyenne, été supérieures à nos projections antérieures. La grippe aviaire n'a certes pas affecté les prix à la consommation, ni via un impact direct sur les prix de la viande de volaille, ni à travers un impact indirect sur les prix des produits de substitution. Mais cette évolution défavorable tient essentiellement à deux facteurs. D'une part, les prix administrés ont connu une hausse exceptionnelle en début d'année 2006. Sous l'impulsion du relèvement des taxes communales et de tarifs publics fixés par le gouvernement central, leur taux de variation annuel est passé de 2,5% en novembre 2005 à 4,4% en avril 2006, taux nettement au-dessus de l'inflation moyenne. L'impact relevé en début d'année est ainsi supérieur à l'effet recensé pendant une période similaire lors des années précédentes. Il se reflète d'ailleurs également dans l'inflation des services qui caracole autour de 3% en début d'année. D'autre part, les prix des biens industriels non-énergétiques ont connu une inflation plus élevée qu'escomptée. En faisant abstraction des facteurs saisonniers qui ont pu jouer un rôle, des effets indirects liés à la hausse du prix du pétrole et sa persistance à un niveau élevé sont susceptibles de s'être transmis graduellement aux prix à la consommation.

Le scénario sous-jacent à nos projections précédentes est ainsi essentiellement adapté pour tenir compte de ces éléments. Les hypothèses sur l'évolution du prix du tabac étant restées inchangées par rapport à l'exercice précédent représentent un élément crucial pour les projections de l'IPCH excluant l'énergie. Le sous-indice "tabac" est en effet affecté d'une pondération de 11,4% dans l'IPCH et, sur base des hausses de prix du tabac généralement observées, il exerce un impact considérable sur l'évolution de l'IPCH<sup>6</sup>. Sur base de la loi relative au budget du gouvernement central pour l'année 2006, les taxes indirectes sur le tabac ne seront pas ajustées cette année, ce qui constitue une rupture par rapport à la tendance observée lors des années passées. En 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 pour le restant de l'année 2006. Pour l'année 2007, bien que des mesures n'aient pas encore été annoncées, nous avons à nouveau incorporé une hausse du prix des cigarettes.

Outre ces phénomènes ponctuels, il n'y a pas lieu de signaler de changements particuliers qui exerceraient un impact significatif sur l'inflation au-delà de ce qui avait déjà été annoncé lors de nos projections précédentes. En ce qui concerne l'inflation importée, l'euro a récemment connu une appréciation par rapport au dollar, ce qui a modéré quelque peu l'impact adverse de l'évolution du prix du pétrole sur l'inflation. En général, la croissance dans la zone euro semble bien résister au choc pétrolier: Les récentes prévisions de croissance de l'Eurosystème n'ont été modifiées que marginalement par rapport à l'exercice de décembre 2005, confirmant ainsi le scénario d'une reprise conjoncturelle 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 inflationnistes. A l'heure actuelle, les pressions inflationnistes provenant de nos pays voisins, devraient encore rester limitées. L'Allemagne va certes relever en janvier 2007 son taux de TVA principal de 3 pp, mais cette mesure devrait rester sans incidence directe ou indirecte sur les prix à la consommation au Luxembourg. Le risque inflationniste induit par l'évolution des salaires ne s'est notamment pas encore renforcé. La modération salariale observée dans plusieurs pays de la zone euro 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, augmente les risques d'effet de second tour de la hausse du prix du pétrole dans la zone euro.

#### 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 premier semestre 2006. Le taux annuel moyen serait proche de 15% et ne s'approcherait du niveau de 5% que vers le deuxième semestre tout en restant également positif au début de l'année 2007. Ce ne serait que vers le deuxième trimestre 2007 que la contribution de l'énergie à l'inflation globale baisserait plus fortement (voir graphique). En revanche, étant donné que les marchés à terme n'anticipent pas une décade du prix du pétrole, on peut à l'heure actuelle exclure le scénario d'une contribution négative de l'énergie à l'inflation globale. Les projections, comparées à l'exercice précédent, ont donc été significativement revues à la hausse.

<sup>6</sup> La pondération du tabac dans l'IPCN n'est que de 1,6%.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En ce qui concerne l'inflation excluant l'énergie, les versions IPCH et IPCN connaîtront vraisemblablement des évolutions opposées en 2006. L'inflation de l'IPCH excluant l'énergie baisserait de 2,4% en 2005 à 2,1% en 2006. En effet, alors que la contribution du tabac à l'IPCH se chiffrait encore à 1,0 pp en 2005, elle ne devrait plus être que de 0,2 pp en 2006 en vertu du non-ajustement des prix des cigarettes. Par contre, l'IPCN excluant l'énergie connaîtrait une accélération de son inflation, de 1,7% en 2005 à 2,1% en 2006. Cette tendance à la hausse s'observe depuis la mi-2005 et devrait se prolonger sur l'horizon de prévision. L'évolution moins favorable reflète principalement l'accélération de l'inflation des services ainsi que des biens industriels non-énergétiques. Par contre, l'absence d'une mesure fiscale sur le tabac, qui est à la base de la décélération projetée de l'IPCH excluant l'énergie, a, du fait d'une pondération plus faible, moins d'impact à la baisse dans les projections de l'IPCN excluant l'énergie. Comme pour l'IPCH énergie, les projections pour l'IPCH comment pour l'IPCN excluant l'énergie ont été revues à la hausse, de l'ordre de 0,3 pp en 2006.

Le taux d'inflation mesuré par l'évolution de l'IPCN global s'est récemment établi autour de 3%. Au deuxième trimestre de l'année 2006, il devrait connaître une légère accélération pour baisser par la suite (voir graphique). Sous l'impact de la décélération des taux de variation annuels de l'inflation des produits énergétiques, l'inflation globale devrait reculer sur l'horizon de projections, reflux qui se ferait en deux étapes. Elle baisserait autour de 2,5% au deuxième semestre 2006 et au premier trimestre 2007, pour tomber autour de 2,0% au deuxième trimestre 2007. Cette décélération plus forte à la fin de l'horizon de prévision serait alors intégralement imputable à des effets de base liés au profil de l'inflation des produits pétroliers (voir graphique).

Etant donnée l'absence d'une hausse de fiscalité sur le tabac, l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation mesurée par l'IPCH devrait baisser en 2006 par rapport aux années précédentes. Par contre, en ce qui concerne l'IPCN, l'impact projeté d'une contribution de l'ordre de 0,5 pp en 2006 s'afficherait en accélération par rapport à 2005. Ceci reflète essentiellement la hausse des prix administrés au début de l'année.

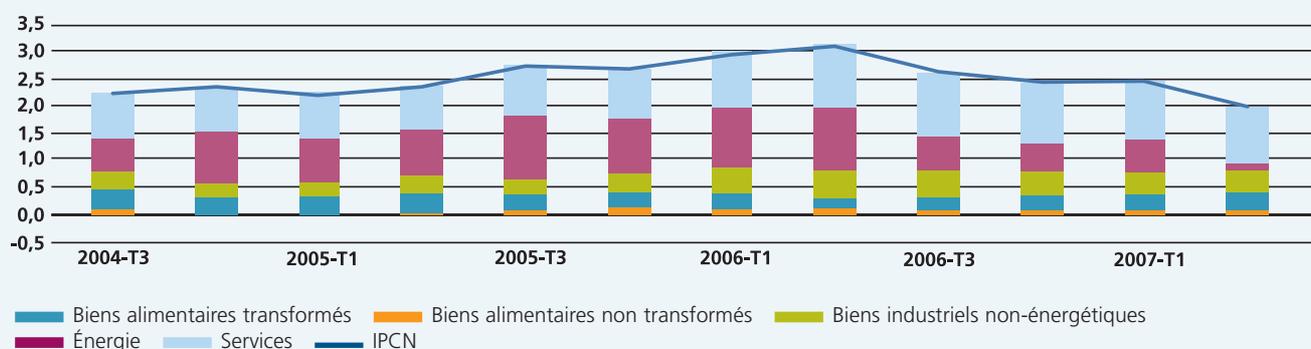
**TABLEAU 4 : PRÉVISIONS D'INFLATION ET RÉVISIONS PAR RAPPORT AUX PRÉVISIONS PRÉCÉDENTES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL, RESPECTIVEMENT EN POINTS DE POURCENTAGE)**

	2004	2005	2006	2006-1 <sup>er</sup> sem	2006-2 <sup>e</sup> sem	2007-1 <sup>er</sup> sem
IPCN	2,2	2,5	2,8 (0,6)	3,0 (0,4)	2,6 (0,8)	2,3
IPCN hors énergie	1,8	1,7	2,1 (0,3)	2,1 (0,3)	2,1 (0,3)	2,0
IPCH	3,2	3,8	2,9 (0,5)	3,7 (0,4)	2,2 (0,8)	2,6
IPCH énergie	11,8	14,9	9,5 (3,4)	14,6 (1,7)	5,0 (4,9)	4,9
IPCH hors énergie	2,5	2,4	2,1 (0,3)	2,3 (0,3)	1,9 (0,3)	2,3
Impact des mesures gouvernementales <sup>1</sup> sur l'IPCN, en pp	0,6	0,4	0,5 (0,2)			0,5
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,5	1,4	0,6 (0,1)			0,9

<sup>1</sup> 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.  
Source : BCL

En raison des révisions apportées aux prévisions d'inflation, la prochaine indexation automatique des salaires surviendrait nettement plus tôt qu'initialement escompté. La prochaine tranche indiciaire automatique serait due pour le mois d'août mais, en raison de la modulation du mécanisme d'indexation annoncée par le gouvernement, le paiement effectif sera reporté au 1<sup>er</sup> décembre 2006. Conformément aux mêmes dispositions annoncées il n'y aurait pas de paiement de tranche indiciaire en 2007.

GRAPHIQUE 16 : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DE L'IPCN<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 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.

Sources : STATEC, calculs BCL.

### Analyse des risques

Les prévisions décrites ci-dessous constituent le scénario central de la BCL. Elles sont néanmoins entachées d'un certain nombre de risques qui, le cas échéant, peuvent mener à une trajectoire de l'inflation différente de celle anticipée ci-dessus. La décélération projetée de l'inflation globale peut ainsi surprendre alors que, par le passé, l'inflation a surtout surpris à la hausse. Mais, dans un contexte où le niveau du prix du pétrole, bien qu'élevé, est supposé relativement plat, il est normal que les taux de variation annuels de l'énergie convergent graduellement vers zéro.

De ce fait, une inflation qui persisterait à un niveau plus élevé qu'escompté devrait provenir soit d'un nouveau saut à la hausse du prix du pétrole, soit de la taxation indirecte, ou encore d'une accélération plus nette de l'inflation à l'exclusion des produits pétroliers.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Par le passé, les prix administrés ont été fortement adaptés à la hausse, ce qui s'est répercuté sur l'inflation des services. Il est généralement difficile d'anticiper ces ajustements de prix et, par conséquent, ces derniers présentent un risque à la hausse, comme à la baisse, pour le scénario central. Il en est de même pour le prix des cigarettes. Bien qu'on s'attende à un relèvement des prix en début 2007, l'envergure exacte de cette adaptation ne peut guère être anticipée.

Le prix du pétrole constitue une variable clé pour les projections et, à l'heure actuelle, il présente vraisemblablement le risque le plus important pour le scénario central. De nombreux facteurs pourraient être avancés pour expliquer l'incertitude inhérente à nos hypothèses. Afin de quantifier ce risque, les économistes utilisent souvent les anticipations des opérateurs de marché quant à la dispersion du prix du pétrole sur l'horizon de prévisions. Cette distribution autour du prix moyen anticipé, correspondant au prix observé sur les marchés à terme, peut notamment être inférée à l'aide de la "volatilité implicite" tirée des contrats d'options sur le pétrole<sup>7</sup>.

Vers la mi-mai, l'analyse de la dispersion des prix anticipés autour des hypothèses de base retenues dans le scénario central a fait ressortir deux constats. Premièrement, l'incertitude entourant les évolutions du prix du pétrole à court terme est considérable: le prix à un horizon de 12 mois évoluerait dans une fourchette comprise entre 50\$/bl et presque 100\$/bl avec un degré de confiance de 90%. Deuxièmement, la dispersion serait biaisée à la hausse, les opérateurs de marché jugeant une évolution à la hausse plus probable qu'une évolution à la baisse par rapport au scénario central.

### Impact de la modulation de l'indexation des salaires sur la compétitivité

La déclaration du gouvernement du 2 mai 2006 annonce une modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires qui devrait freiner la détérioration de la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise. Pour évaluer l'étendue de cette détérioration, cet encadré fournit une mise à jour des différents indicateurs de compétitivité calculés par la BCL. Ensuite, trois de ces indicateurs sont prolongés jusqu'en 2008 à l'aide des dernières projections de l'Eurosystème. Enfin, pour quantifier l'impact des mesures annoncées, l'indicateur de compétitivité basé sur les coûts salariaux unitaires est prolongé jusqu'en 2008 sous l'hypothèse d'une application de l'indexation automatique des salaires (la modulation de l'indexation est supprimée).

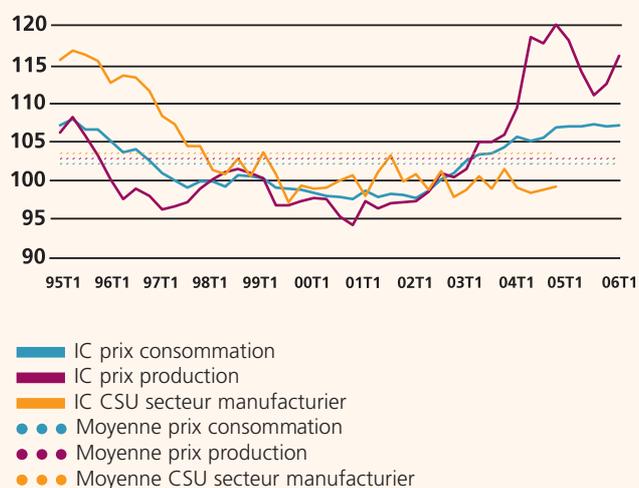
Les indicateurs de compétitivité calculés par la BCL sont des taux de change effectifs qui sont déflatés à l'aide de différents indices de prix ou de coûts. Ces indicateurs comparent les prix ou les coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix ou coûts dans les principaux pays partenaires, les prix/coûts étant exprimés en devise commune et les pondérations reflétant l'importance du pays en question dans les échanges internationaux du Luxembourg (voir Bulletin BCL 2003/3). Dans la mesure de la disponibilité des données, ces indicateurs sont calculés pour un ensemble de 35 pays (les 25 de l'Union européenne plus dix autres partenaires commerciaux, voir Bulletin BCL 2005/2).

Le premier graphique présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg basés sur les indices des prix à la consommation, les indices des prix à la production et les coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière. Une augmentation de la courbe représente une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise (prix/coûts qui augmentent plus rapidement au Luxembourg que dans ses pays partenaires). Les dernières données observées confirment la tendance ascendante de l'indicateur basé sur les prix à la consommation, déjà remarquée dans les publications BCL.

<sup>7</sup> Pour une illustration de la technique, voir par exemple la Revue de la Stabilité Financière de la BCE de décembre 2005, pp.39-40.

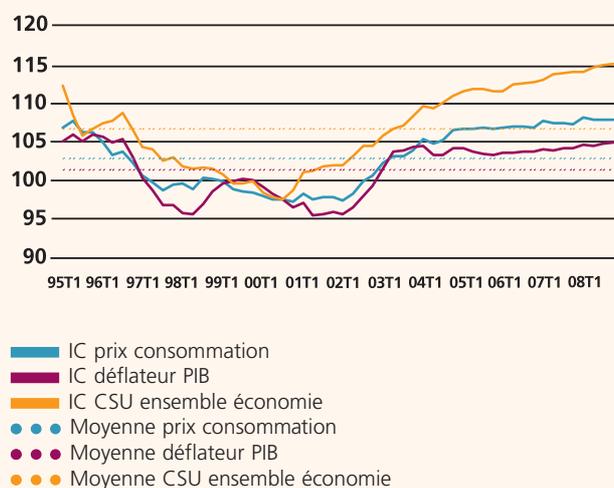
Selon les observations les plus récentes, au premier trimestre 2006 cet indicateur dépasse sa moyenne (calculée depuis 1995T1) de 4,9%. L'indicateur basé sur les prix à la production a passé un pic en 2004T4 (presque 17% au-dessus sa moyenne), mais en 2006T1 il est encore supérieur à sa moyenne de 12,8%. Ces fortes fluctuations sont probablement le reflet de la volatilité récente des prix dans la sidérurgie, dont la part dans l'industrie luxembourgeoise est prépondérante. Par conséquent, l'indicateur basé sur les prix à la production donne une vue probablement déformée de l'évolution de la compétitivité pour l'ensemble de l'économie. Finalement, l'indicateur de compétitivité basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière est encore inférieur à sa moyenne historique (-4,1% en 2004T4). Cependant, l'industrie manufacturière représente moins de 10% de la valeur ajoutée nationale et l'évolution de cet indicateur en 2005 n'est pas encore connue parce que certains pays partenaires n'ont pas encore publié les données nécessaires pour son calcul.

**GRAPHIQUE 17 : INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ BASÉS SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION, LES PRIX À LA PRODUCTION ET LES COÛTS SALARIAUX UNITAIRES DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER**



Sources : BCE, FMI et calculs BCL

**GRAPHIQUE 18 : INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ BASÉS SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION, LE DÉFLATEUR DU PIB ET LE CSU DANS L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE**



Sources : BCE, FMI et calculs BCL

Les récentes projections de l'Eurosystème permettent de prolonger jusqu'en 2008 trois indicateurs de compétitivité du Luxembourg qui figurent au graphique ci-dessus. Il s'agit de l'indicateur basé sur l'indice des prix à la consommation, celui basé sur le déflateur du PIB, et celui basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie. Pour les trois indicateurs, les observations les plus récentes confirment que la compétitivité a continué à se dégrader, et actuellement les trois sont tous supérieurs à leur moyenne historique (calculée depuis 1995T1). L'indicateur basé sur les prix à la consommation a augmenté de 9,5% entre 2002T1 et 2006T1, la dernière observation disponible. Cette détérioration cumulée sur quatre ans signifie qu'en moyenne annuelle le différentiel d'inflation était de 2,3% entre le Luxembourg et une moyenne pondérée des pays partenaires (les pondérations sont fonctions de l'importance de chaque pays dans le commerce extérieur). Pour les autres deux indicateurs de compétitivité la dernière observation disponible est 2005T4. Sur les quatre ans avant cette date la détérioration cumulative de l'indicateur basé sur le déflateur du PIB a été de 7,7% (différentiel d'inflation par rapport aux pays partenaires de 1,9% en moyenne). Pour l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie, la détérioration cumulative sur quatre ans a été de 9,0% (différentiel d'inflation de 2,2% en moyenne).

Selon les projections (qui intègrent les effets de la modulation de l'indexation des salaires), la détérioration de la compétitivité devrait continuer pour tous les trois indicateurs jusqu'à la fin de l'horizon de projection en 2008T4. L'indicateur basé sur les prix à la consommation devrait subir une détérioration ultérieure de 0,7% entre 2005T4 et 2008T4. Toujours selon ces projections, l'indicateur basé sur le déflateur du PIB devrait augmenter de 1,9% jusqu'à la fin de la projection. Enfin, l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie serait sujet à une dégradation supplémentaire de 3,1%.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 5 : COÛTS SALARIAUX UNITAIRES DANS L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE (TAUX DE CROISSANCE ANNUELS)**

	2006	2007	2008
<b>Sans modulation de l'indexation</b>			
(1) Salaire réel	1,6	1,2	1,6
(2) Contribution de l'indexation	2,9	1,7	2,3
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	4,6	2,9	3,9
(4) Productivité du travail	1,8	1,0	1,4
(5) Coût salarial unitaire (3)-(4)	2,8	1,9	2,5
Impact de la modulation	-0,8	0,6	-0,2
<b>Avec modulation de l'indexation</b>			
(1) Salaire réel	1,6	1,2	1,6
(2) Contribution de l'indexation	2,1	2,3	2,1
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	3,7	3,5	3,7
(4) Productivité du travail	1,8	1,0	1,4
(5) Coût salarial unitaire (3)-(4)	1,9	2,5	2,3

Source : calculs BCL

Afin de quantifier l'impact de la modulation de l'indexation des salaires sur la compétitivité, l'évolution future de ces indicateurs en l'absence des mesures a été calculée. Cet encadré se limite à l'impact sur les coûts salariaux unitaires d'une évolution alternative des salaires nominaux, sans tenir compte d'éventuels effets des mesures annoncées sur la productivité du travail (effets sur la production ou sur l'emploi). Le tableau ci-dessus isole la contribution de l'indexation à la croissance des coûts salariaux unitaires sous les scénarios avec et sans modulation de l'indexation.

La contribution de l'indexation à la croissance des coûts salariaux unitaires est fonction des moments auxquels les échéances d'indexation ont lieu. En l'absence de modulation, la BCL anticipait une tranche en août 2006, une en décembre 2007 et aucune en 2008. La modulation de l'indexation a fixé une tranche en décembre 2006, aucune en 2007, et une en mars 2008 (conditionnelle sur l'évolution du prix du pétrole). Ainsi, en l'absence de modulation, l'indexation aurait contribué 2,9 points de pourcentage à la croissance des coûts salariaux unitaires en 2006 et 1,7 points en 2007. Avec la modulation de l'indexation, ces contributions sont de 2,1 points en 2006 et 2,3 points en 2007. Donc l'impact de la modulation de l'indexation sur la croissance des coûts salariaux unitaires, telle que mesurée par la différence entre ces chiffres, est de -0,8 points en 2006 et de 0,6 points en 2007. L'impact positif en 2007 correspond à un effet de base (le niveau des salaires en 2007 est relativement inchangé par la modulation mais le niveau en 2006 est plus faible). Finalement, en 2008 l'impact de la modulation sur la croissance des coûts salariaux unitaires est plus faible et de signe négatif (-0,2). Entre 2005 et 2008 les coûts salariaux unitaires augmentent de 6,9% avec la modulation de l'indexation (moyenne annuelle 2,3%) contre 7,4% sans la modulation (moyenne annuelle 2,4%). Donc, la modulation de l'indexation devrait freiner l'augmentation des coûts salariaux unitaires, mais pour améliorer la compétitivité, les coûts salariaux unitaires doivent augmenter moins vite au Luxembourg que dans ses principaux pays partenaires.

Il faut noter que ces calculs peuvent être fortement influencés par des hypothèses alternatives quant à l'évolution future du prix du pétrole. En effet, les projections d'inflation de la BCL sont relativement optimistes par rapport à celles que le gouvernement a envisagées en présentant la modulation de l'indexation. En l'absence de modulation, le gouvernement anticipe une échéance d'indexation hypothétique en août 2007, tandis que la BCL envisageait une échéance seulement en décembre 2007. Cette hypothèse du gouvernement a comme effet d'augmenter le niveau des salaires en 2007 en l'absence de mesures, permettant dans le scénario du gouvernement à la modulation d'avoir un impact négatif aussi pour cette année. De même, en l'absence de modulation, le gouvernement anticipe une troisième échéance hypothétique en août 2008, mais dans les projections de la BCL celle-ci a lieu seulement en 2009. Selon qu'on adopte les hypothèses d'échéances d'indexation de la BCL ou celles du gouvernement, il est possible de calculer deux évolutions hypothétiques des coûts salariaux unitaires en l'absence de modulation de l'indexation. Pour chacun de ces deux chemins, il est possible de calculer l'évolution hypothétique de l'indicateur de compétitivité afin de quantifier l'impact de la modulation de l'indexation. Selon les dernières données observées, cet indicateur de compétitivité s'est détérioré de 1,5% en 2005. En adoptant le scénario du gouvernement en l'absence de modulation de l'indexation, la compétitivité se détériorerait de 4,2% entre 2005T4 et 2008T4 (rythme annuel de 1,4% en moyenne). La modulation de l'indexation permet de réduire cette détérioration ultérieure à seulement 3,1% (rythme annuel de 1,0% en moyenne). Par contre, le scénario de la BCL en l'absence de modulation anticipait une détérioration ultérieure de la compétitivité sur cette période de seulement 3,4% (1,1% en moyenne annuelle).

En conclusion, la mise à jour des indicateurs de compétitivité confirme que celle-ci a continué à se dégrader jusqu'à la fin de 2005. La prolongation de certains de ces indicateurs à l'aide des projections de l'Eurosysteme suggère une détérioration ultérieure. La modulation de l'indexation des salaires pourra mitiger la détérioration de la compétitivité mais ne sera pas capable d'inverser la tendance. Selon les projections, la détérioration continuera jusqu'à fin 2008 au rythme annuel de 1,0% en moyenne. C'est-à-dire que les coûts salariaux unitaires continueront à augmenter plus vite au Luxembourg que dans ses pays partenaires. Evidemment, ces résultats se basent sur un calcul très simple qui ne tient pas compte d'un éventuel impact positif de la modulation des salaires sur la croissance et la productivité. En effet, il faut reconnaître que la modulation de l'indexation a le mérite de réduire l'incertitude des entreprises quant aux coûts salariaux sur les années à venir. La récente accélération de l'inflation au Luxembourg a été liée à des hausses inattendues des prix énergétiques et des prix administrés, qui se sont répercutées à travers le mécanisme d'indexation sur les coûts salariaux. La modulation de l'indexation pour les années à venir permet de réduire le risque que les entreprises devront faire face à de nouvelles augmentations inattendues des coûts salariaux et leur permet ainsi d'établir des plans de production sur des bases plus assurées.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

La progression moyenne des prix à la production industrielle au cours de l'année 2005 s'est chiffrée à 8,0%. Cette hausse est certes inférieure à celle recensée en 2004, année où la progression des prix avait été la plus importante sur les 15 dernières années, mais elle demeure considérable et est aussi nettement supérieure au taux correspondant de la zone euro. Par contre, elle tient avant tout à des effets de base, c'est-à-dire à l'évolution haussière des prix en 2004. Elle masque notamment une stabilisation du niveau des prix au courant de l'année 2005. Ce dernier, bien que très élevé, n'a en effet guère changé entre le début et la fin de l'année 2005, évolution qui se reflète d'ailleurs également dans la tendance baissière des taux de variation annuels, affichée au cours de l'année écoulée (voir graphique).

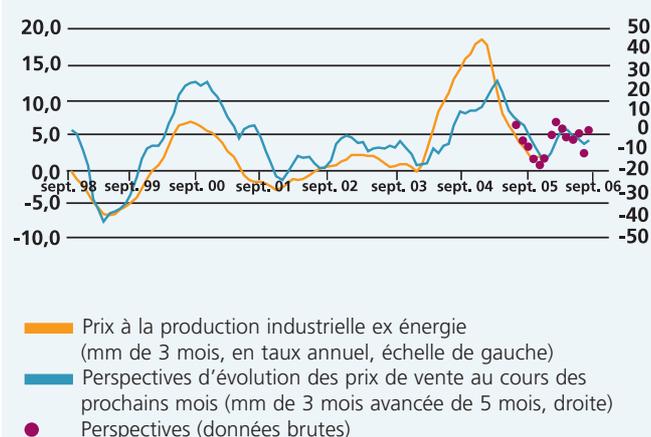
Deux facteurs ont probablement influé sur la politique des entreprises en matière de prix de vente. D'une part, le prix moyen du pétrole est passé de 47,7\$/bl au premier trimestre 2005 à 56,9\$/bl au quatrième trimestre 2005, une hausse des coûts qui a vraisemblablement été absorbée par une compression des marges de profit. Mais, d'autre part, malgré la hausse du prix du pétrole, la croissance de la demande globale est restée soutenue en 2005. La croissance du PIB mondial s'est notamment établie à un niveau très élevé en 2005 pour la troisième année consécutive, quoique légèrement en décélération par rapport à 2004. L'évolution favorable de la demande s'est vraisemblablement reflétée dans les volumes de ventes qui ont alors compensé une évolution moins favorable des prix.

**TABLEAU 6 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE (EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)**

	Parts	2003	2004	2005	05-T2	05-T3	05-T4
Ensemble des produits industriels	1000	1,2	9,0	8,0	-1,0	0,5	1,1
Biens intermédiaires	675,9	0,8	12,8	10,2	-1,5	-0,6	2,0
Biens d'équipement	109,9	0,7	5,6	0,1	-2,7	2,7	-1,6
Biens de consommation	136,3	1,7	0,0	0,9	1,2	0,0	0,0
Biens énergétiques	77,9	4,6	5,6	10,7	2,5	2,4	2,4

Source : STATEC

**GRAPHIQUE 19 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE, ÉVOLUTIONS EFFECTIVE ET ANTICIPÉE<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> 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).

Sources : Eurostat, BCL

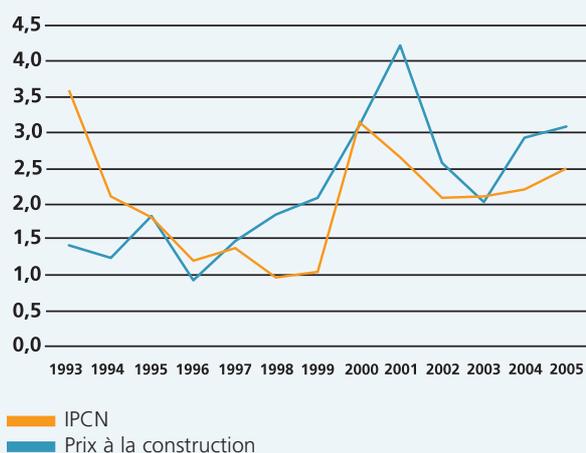
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le profil de la hausse annuelle des prix s'est affiché en décélération depuis la fin de l'année 2004 (voir graphique) pour s'établir autour de 3% en fin d'année 2005, évolution que laissent d'ailleurs augurer les enquêtes de conjoncture harmonisées. Par contre, il semble que cette tendance baissière soit arrivée à son terme. L'indicateur relatif aux perspectives d'évolution des prix indique notamment un revirement pour les prochains mois et le taux de variation annuel devrait à nouveau s'accélérer au début de l'année 2006. Ceci irait de paire avec une hausse du niveau des prix et romprait avec la quasi-stabilisation des prix affichée au cours de l'année 2005.

### 1.2.1.3 Les prix à la construction

Les prix à la construction se sont à nouveau accélérés en 2005 et affichent une progression annuelle moyenne de 3,1%, contre 2,9% en 2004. Cette hausse s'explique partiellement par l'évolution des prix à la consommation, eux aussi en accélération en 2005. Ces derniers influent directement sur les prix à la construction à travers l'impact du mécanisme d'indexation automatique des salaires sur l'évolution des salaires nominaux. Mais, à moyen terme, la composante indexation ne saurait expliquer ce différentiel d'inflation entre les deux indices, divergence qui s'est d'ailleurs accrue graduellement depuis 1997. La conjoncture favorable observée dans le bâtiment, sous l'impact d'une demande soutenue en raison de la pénurie de logements, est de nature à expliquer cette tendance haussière des prix à la construction.

**GRAPHIQUE 20 : PRIX À LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Les prix sont recensés sur base semestrielle.

Source : STATEC

## 1.2.2 Les activités sectorielles

### 1.2.2.1 Industrie

Dans le sillage d'une conjoncture internationale favorable, le secteur de l'industrie a connu en 2005 pour la troisième année consécutive une évolution très positive et de surcroît supérieure à celle observée dans la zone euro. Le chiffre d'affaires et la production du mois s'affichent certes en décélération par rapport à 2004, année marquée par une conjoncture mondiale exceptionnelle. Par contre, la croissance du niveau d'activité, mesurée par la production par jour ouvrable, de l'ordre de 5,9%, a été similaire à celle recensée en 2004.

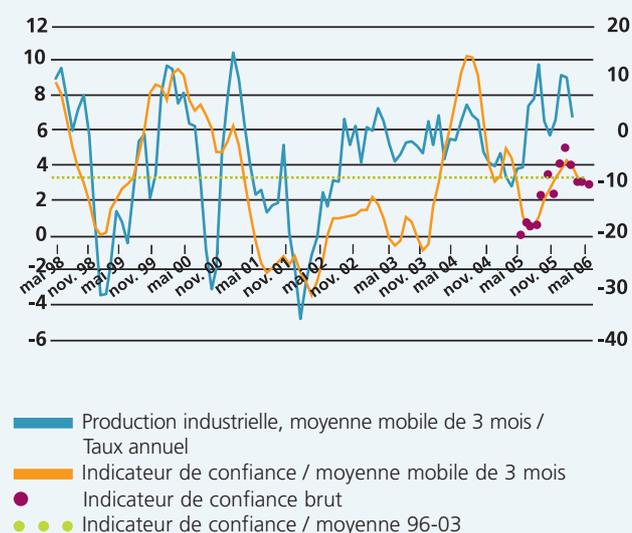
De manière plus détaillée, les biens intermédiaires, sous l'impact de la sidérurgie, marquent un recul du niveau d'activité tout en restant à un niveau très élevé. Ceci fait vraisemblablement davantage suite à un léger fléchissement de la conjoncture mondiale qu'à un affaiblissement lié à des facteurs structurels. La croissance du secteur de l'industrie repose ainsi largement sur les biens d'équipement, dont l'activité progresse de plus de 11% et sur les biens énergétiques qui progressent de plus de 20%.

**TABLEAU 7 : PRODUCTION PAR JOUR OUVRABLE DANS L'INDUSTRIE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)**

	2003	2004	2005	05-T2	05-T3	05-T4	06-T1
Chiffre d'affaires	3,0	20,8	2,5	-2,9	4,8	5,3	12,7
Production du mois	4,9	6,8	3,7	1,5	6,4	5,4	9,5
Production par jour ouvrable	5,4	5,9	5,9	4,1	10,0	6,8	8,7
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	6,6	7,1	7,5	7,1	10,8	6,6	6,5
Biens intermédiaires (ppjo)	4,6	6,1	-0,5	-4,6	4,5	3,3	5,7
Biens d'équipement (ppjo)	-0,8	5,6	11,8	9,4	22,8	9,0	5,0
Energie (ppjo)	13,9	14,6	22,8	30,8	22,0	19,9	30,2

Source : STATEC

### GRAPHIQUE 21 : INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE<sup>1</sup>



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

Sources : STATEC, calculs BCL

En moyenne, l'évolution de la production industrielle a été plus favorable que ne le laissaient augurer les enquêtes de conjoncture. Cette évolution divergente pourrait s'expliquer par le traitement asymétrique de la branche de l'énergie dans les deux enquêtes, cette branche n'étant pas reprise dans les enquêtes de conjoncture.

Au début de l'année 2006, l'indicateur de confiance a connu un développement favorable. Bien que son évolution relative soit moins importante qu'en Allemagne où l'indicateur correspondant s'est récemment envolé à des niveaux proches des sommets historiques, l'indicateur au Luxembourg a évolué d'une part, autour de sa moyenne historique et, d'autre part, à un niveau plus élevé qu'au deuxième semestre 2005. Ceci est de bon augure pour le niveau d'activité au cours du premier semestre 2006 et reflète vraisemblablement la poursuite de l'embellie conjoncturelle dans la zone euro.

### 1.2.2.2 Construction

L'évolution conjoncturelle en 2005 dans le secteur de la construction contraste nettement avec les développements dans l'industrie. En moyenne, le chiffre d'affaires n'a progressé que marginalement tandis que la production par jour ouvrable accuse même une légère baisse par rapport à l'année 2004. Au niveau des branches, la dégradation est particulièrement sensible dans le génie civil pour lequel la baisse de la production est proche de 9%. Par contre, la branche du bâtiment profite toujours d'un environnement porteur et connaît une croissance annuelle de 1,7% selon l'indicateur de la production par jour ouvrable. Cette tendance favorable devrait s'étendre également à l'année 2006 et au-delà. Plusieurs indicateurs à court terme, relatifs à la demande, affichent notamment des tendances en progression, voire même en accélération par rapport au passé récent. Ainsi, les autorisations de bâtir relatives aux logements ont affiché une hausse annuelle de 21% en 2005, taux le plus élevé recensé au cours des années récentes. Le resserrement monétaire par la Banque centrale européenne a certes eu un impact haussier sur les taux hypothécaires. Mais ces derniers demeurent à un niveau très bas et, à l'heure actuelle, il semble que leur niveau ne soit pas encore perçu comme dissuasif par les ménages pour les demandes de crédit. Les crédits au logement accordés par les banques en 2005 s'affichent notamment en hausse de 16% par rapport à 2004.

TABLEAU 8 : INDICATEURS RELATIFS AU SECTEUR DE LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2003	2004	2005	T2-05	T3-05	T4-05	T1-06
Chiffre d'affaires - Total	6,2	-1,1	1,8	3,0	2,4	6,5	-7,0
Production par jour ouvrable - Total	1,2	-1,2	-0,5	0,0	0,0	4,0	1,6
Production par jour ouvrable - Bâtiment	0,6	2,9	1,7	2,0	2,5	4,6	2,0
Production par jour ouvrable - Génie civil	2,6	-14,2	-8,7	-6,7	-8,8	3,0	-0,4
Permis de bâtir <sup>1</sup>	11,5	18,2	21,3	34,8	-24,5	64,8	Na
Crédits au logement <sup>2</sup>	24,6	5,7	16,6	16,5	22,5	12,5	Na
Taux hypothécaires	3,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,6	3,7

<sup>1</sup> Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).

<sup>2</sup> Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

Sources : STATEC, BCL

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.2.3 Commerce et autres secteurs

Si l'évolution positive de l'activité économique observée dans le commerce en 2004 s'est poursuivie en moyenne en 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 2,7% n'est que légèrement supérieure à l'augmentation des prix à la consommation de sorte que la progression des volumes n'est que marginale. Par contre, le commerce de gros affiche une accélération par rapport à l'année 2004 avec une progression moyenne de 6,6% de son chiffre d'affaires. De même, l'Horesca se caractérise par une nette amélioration de ses activités, de sorte qu'après deux années moroses, le secteur a renoué avec la croissance. Ce regain d'activité s'explique cependant partiellement par les retombées positives liées à la présidence de l'Union européenne assumée par le Luxembourg au premier semestre 2005. De ce fait, il est probable que le secteur connaisse à nouveau une décélération de ses activités en 2006. Les immatriculations de voitures ont pour l'heure connu une faible progression, ce qui constitue néanmoins une évolution relativement favorable en regard de la performance exceptionnelle enregistrée en 2004.

**TABLEAU 9 : CHIFFRE D'AFFAIRES EN VALEUR ET IMMATRICULATIONS DE VOITURES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)**

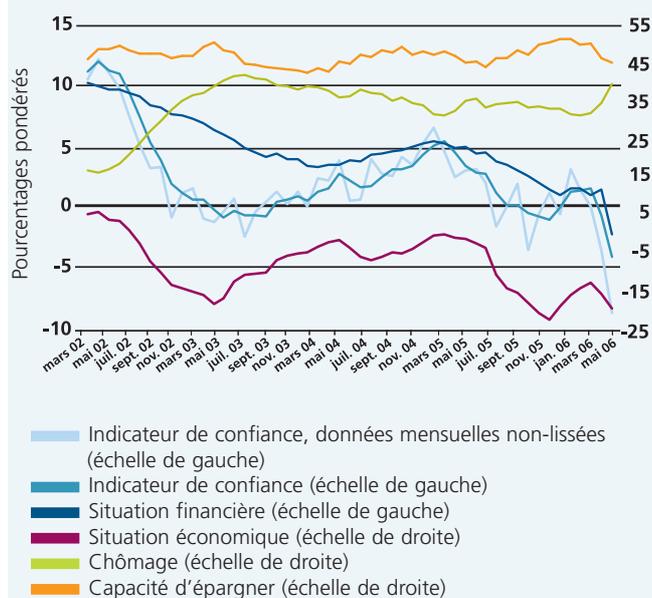
	2003	2004	2005	05-T2	05-T3	05-T4	06-T1
Immatriculations de voitures	0,2	10,0	1,6	-3,5	5,7	-3,2	-2,7
Commerce de gros	14,8	4,6	6,6	4,6	6,7	5,4	Na
Commerce de détail	5,1	4,3	2,7	2,1	4,3	0,3	Na
Hôtels et restaurants	-4,8	0,9	6,0	5,8	4,2	5,0	Na

Source : STATEC

## 1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

Globalement, la confiance des consommateurs s'est détériorée en 2005. En effet, la moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs s'est inscrite en recul, revenant de +6 sur la période novembre 2004-janvier 2005 à une valeur de 0 sur la période octobre-décembre 2005. Le fléchissement prononcé de la confiance des consommateurs s'explique principalement par l'orientation fortement négative des anticipations portant sur la situation économique générale. Les anticipations concernant la situation financière ont également contribué, de manière toutefois moins prononcée, à la baisse de la confiance des consommateurs.

**GRAPHIQUE 22 : INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS ET SES COMPOSANTES (MOYENNES MOBILES SUR TROIS MOIS SAUF INDICATION CONTRAIRE)**

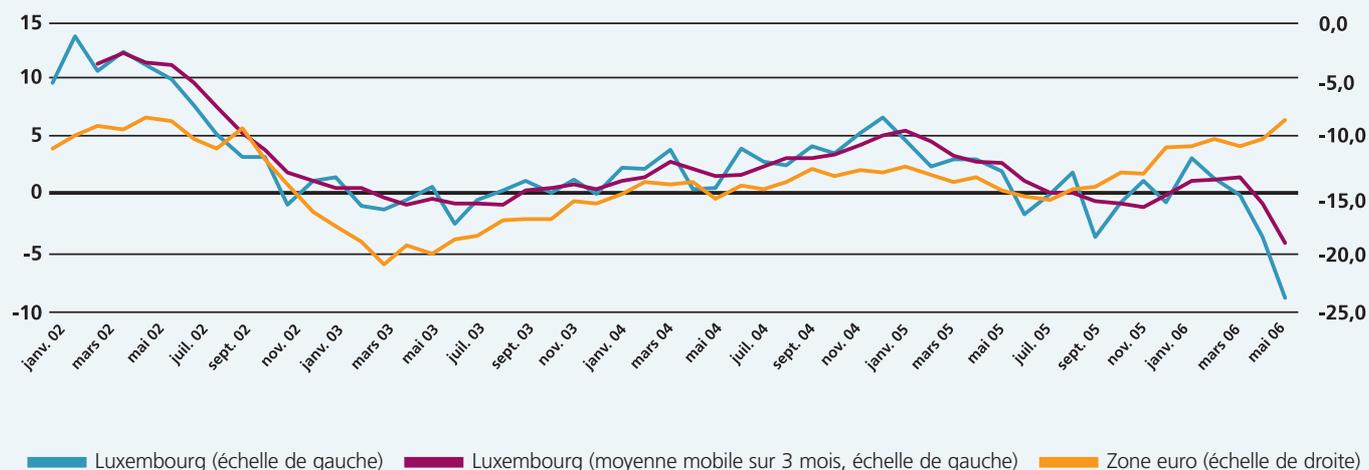


Source : BCL

Pour le début de l'année 2006, l'indicateur de confiance en données mensuelles non lissées a rebondi, comme en témoigne la hausse d'une valeur de -1 en décembre à +3 en janvier. La confiance s'est ensuite infléchi au cours de quatre mois consécutifs ce qui porte l'indicateur à -9 en mai 2006. Toutes les composantes de l'indicateur de confiance non lissé, à l'exception de la situation financière, ont contribué à ce recul. Au-delà des informations fournies par les composantes de l'indicateur, on peut penser que le déclin de la confiance des consommateurs début 2006 s'explique par les récentes annonces de licenciements et de restructurations dans plusieurs entreprises et entités actives au Luxembourg. De plus, la détérioration de la confiance des consommateurs d'automne 2005 à début 2006 peut résulter de l'incertitude liée aux discussions relatives au contenu des réformes structurelles. La déclaration du gouvernement sur la situation économique, sociale et financière du pays du 2 mai 2006 devrait au moins avoir levé cette incertitude.

Le graphique suivant montre que les indicateurs de confiance du Luxembourg et de la zone euro ont eu tendance à évoluer en parallèle jusqu'à la mi-2005 et que leurs tendances respectives contrastent nettement depuis lors. En effet, la confiance des consommateurs de la zone euro a affiché des signes d'amélioration depuis le second semestre 2005 alors que la confiance des consommateurs du Luxembourg s'est inscrite sur une tendance négative. Des facteurs spécifiques au Luxembourg, comme ceux mentionnés au paragraphe précédent, semblent donc avoir primé dans l'évolution de la confiance des consommateurs au Grand-Duché depuis la mi-2005, supplantant ainsi l'impact des informations en provenance des pays limitrophes. Le degré de co-mouvement entre les indicateurs de confiance du Luxembourg et ceux des pays limitrophes s'est estompé depuis lors.

**GRAPHIQUE 23 : INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES)**



Sources : BCL, Commission européenne, calculs BCL

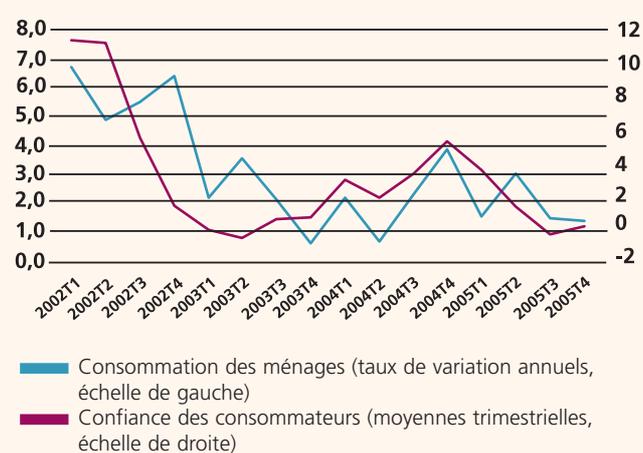
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### Utilité des enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs pour l'analyse de l'évolution à court terme de la consommation des ménages

En raison de leur périodicité mensuelle et de leur disponibilité rapide, les résultats des enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs sont susceptibles de contribuer à l'analyse de l'évolution à court terme de la consommation des ménages. Il est entendu que leur valeur est liée à la fiabilité des informations relatives à l'évolution de la consommation des ménages qu'elles dispensent. Ainsi, le présent encadré examine l'utilité de l'indicateur de confiance des consommateurs et de ses composantes pour l'analyse des évolutions de la croissance de la consommation des ménages au Luxembourg.

L'analyse du graphique ci-dessous, qui présente les taux de variation annuels de la consommation des ménages (calculés sur base des comptes nationaux trimestriels), d'une part, et de l'indicateur de confiance des consommateurs, d'autre part, permet d'identifier un raisonnable degré de co-mouvement entre les deux séries en question.

**GRAPHIQUE 24 : INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS ET CROISSANCE ANNUELLE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES EN VOLUME (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES)**



Sources : BCL, STATEC

L'analyse de corrélation présentée ci-dessous confirme cette conclusion tirée de l'examen direct du graphique. Le tableau suivant recense les coefficients de corrélation obtenus pour différents décalages entre la croissance annuelle de la consommation des ménages et les données issues des enquêtes auprès des consommateurs. La deuxième (quatrième) colonne indique les corrélations dans le cas où les données d'enquête sont en retard (en avance) sur la croissance annuelle de la consommation des ménages. Les entrées du tableau qui sont indiquées en caractères gras sont significatives au seuil de 1%, à l'exception de la capacité à épargner qui l'est au seuil de 5% (en t+1). Les autres coefficients de corrélation ne sont pas significatifs.

Cette analyse de corrélation fait ressortir que l'indicateur de confiance des consommateurs peut être considéré comme un indicateur avancé de la croissance annuelle de la consommation des ménages puisque la corrélation est maximale si l'indicateur devance le taux annuel de progression de la consommation d'un trimestre (colonne 4). Le même constat vaut au niveau de trois des composantes de l'indicateur de confiance, à savoir la situation financière des ménages, le chômage et la capacité d'épargner.

**TABLEAU 10 : CORRÉLATION ENTRE LES ENQUÊTES DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS ET LA CROISSANCE ANNUELLE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES EN VOLUME**

	Consommation en t-1 (retard)	Consommation en t	Consommation en t+1 (avance)
Confiance des consommateurs	0,37	<b>0,63</b>	<b>0,67</b>
Composantes de l'indicateur de confiance			
Situation financière	<b>0,78</b>	<b>0,84</b>	<b>0,80</b>
Situation économique générale	-0,04	0,32	0,31
Chômage	0,44	<b>0,65</b>	<b>0,67</b>
Capacité d'épargner	0,25	0,11	<b>0,52</b>

Sources : BCL, STATEC

Le tableau ci-dessous indique que l'indicateur de confiance des consommateurs peut au mieux être considéré comme un indicateur coïncident de la croissance trimestrielle de la consommation des ménages. Les entrées du tableau qui sont indiquées en caractères gras sont significatives au seuil de 5%, alors que les autres coefficients de corrélation ne sont pas significatifs.

**TABLEAU 11 : CORRÉLATION ENTRE LES ENQUÊTES DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS ET LA CROISSANCE TRIMESTRIELLE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES EN VOLUME**

	Consommation en t-1 (retard)	Consommation en t	Consommation en t+1 (avance)
Confiance des consommateurs	<b>0,59</b>	<b>0,45</b>	-0,05
Composantes de l'indicateur de confiance			
Situation financière	<b>0,56</b>	0,38	-0,03
Situation économique générale	0,33	0,29	-0,15
Chômage	<b>0,56</b>	<b>0,48</b>	-0,01
Capacité d'épargner	0,23	0,08	0,25

Sources : BCL, STATEC

Globalement, les résultats fournis au présent encadré permettent de conclure que les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs présentent un degré de corrélation raisonnable avec la croissance de la consommation des ménages, surtout si la consommation des ménages est mesurée en glissement annuel. Ces enquêtes fournissent donc des informations précieuses sur l'évolution de la consommation des ménages sachant que les résultats de ces enquêtes sont publiés bien avant les données des comptes nationaux. Toutefois, le fait que les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs n'ont été introduites qu'en 2002 invite à la prudence dans l'extrapolation des évolutions futures de la consommation des ménages à partir des données de ces enquêtes.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### 1.2.4 Le secteur financier

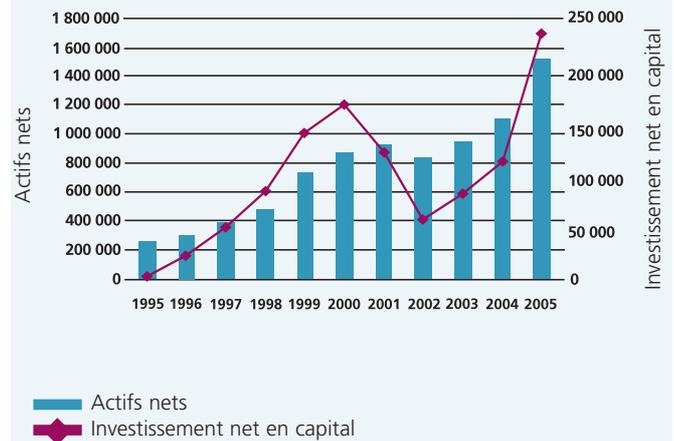
#### 1.2.4.1 Le développement des activités

Après une période de consolidation entre fin 2000 et début 2003, la bonne tenue des marchés boursiers et le regain subséquent de confiance des investisseurs en 2004 ont permis au secteur financier luxembourgeois de retrouver le chemin de la croissance. Au cours de l'année 2005, un environnement économique et boursier porteur a permis à la place financière de promouvoir le développement de ses activités et de générer ainsi des revenus en nette augmentation par rapport aux années antérieures.

Le climat boursier international en 2005 a particulièrement favorisé le développement de l'industrie des organismes de placement collectif dont la valeur nette d'inventaire (VNI) a progressé de 418 986 millions d'euros, soit 37,9%, pour atteindre 1 525 208 millions d'euros au 31 décembre 2005. Parallèlement à la hausse des marchés financiers dont l'ensemble des OPC a bénéficié, la hausse de l'USD face à l'EUR a été profitable aux OPC dont les actifs sont totalement ou partiellement investis en USD.

De plus, la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne, entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> juillet 2005, s'est traduite par la réorientation d'un certain nombre d'investisseurs notamment vers les SICAVs actions, dans la mesure où ces dernières ne sont pas concernées par la directive.

GRAPHIQUE 25 : ÉVOLUTION DES ACTIFS NETS ET DE L'INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL (EN MILLIONS D'EUROS)



Source : BCL

Au cours du premier trimestre 2006, ces développements positifs se poursuivent. Ainsi, sur cette période, la VNI des organismes de placement collectif a affiché une nouvelle progression de 150 millions d'euros, soit 9,8%, ce qui lui a permis d'atteindre 1 675 millions d'euros au 31 mars 2006. Cette progression est marquée par un apport cumulé en capital (investissements net en capital) de 106 569 millions d'euros au cours des trois premiers mois de l'année 2006.

**TABLEAU 12 : ÉVOLUTION DE LA SITUATION GLOBALE DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF  
(EN MILLIONS D'EUROS ; DONNÉES BRUTES ; ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE SAUF INDICATION CONTRAIRE)**

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Invest. net en capital <sup>1)2)</sup>	Variations des marchés financiers <sup>2)3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1		
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2		
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0		
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9		
2004	1 968	7 876	1 106 222	10 081	5 299	152 920	16,0		
2005									
mars	1 987	7 964	1 194 010	61 320	-3 968	161 238	15,6	14 805	1,3
juin	2 025	8 207	1 289 787	36 772	27 220	242 967	23,2	42 380	3,4
sep.	2 053	8 332	1 423 551	75 901	34 132	364 626	34,4	62 554	4,6
déc.	2 060	8 497	1 525 208	62 284	27 133	418 986	37,9	50 657	3,4
2006									
jan.	2 052	8 548	1 583 244	34 110	23 926	436 659	38,1	58 036	3,8
fév.	2 080	8 626	1 638 106	36 018	18 844	458 901	38,9	54 862	3,5
mars	2 091	8 724	1 675 260	36 441	713	481 250	40,3	37 154	2,3

<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

<sup>2)</sup> Montants cumulés par année et/ou trimestre.

<sup>3)</sup> Il s'agit de la variation mensuelle de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Source : CSSF

Au niveau des OPC monétaires, la hausse de la somme de bilan a atteint 18 624 millions d'euros, soit 11,5%, en 2005. Toutefois, dans un environnement boursier orienté à la hausse, l'arbitrage des investisseurs entre risque et rentabilité se fait au détriment des fonds monétaires et ceci en dépit de l'orientation à la hausse des taux monétaires. Ainsi, la somme des bilans des OPC monétaires a affiché un léger recul au cours du premier trimestre 2006 pour atteindre 178 949 millions d'euros au 31 mars 2006.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 13 : PORTEFEUILLE TITRES AUTRES QUE DES ACTIONS DÉTENUS PAR LES OPC MONÉTAIRES  
(ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE) <sup>1)</sup>**

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif	
	2004/12	2005/12	2006/03	2004/12 - 2005/12		2005/12 - 2006/03		2006/03	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total <sup>2)</sup>	Zone géo. <sup>3)</sup>
Emetteurs résidents	2 562	3 460	3 973	899	35,1	513	14,8	2,1	100,0
Etablissements de crédit	2 024	2 088	2 622	65	3,2	533	25,5	1,4	66,0
Administrations publiques	44	22	40	- 22	-50,7	18	83,5	0,0	1,0
Autres secteurs	494	1 350	1 312	856	173,3	- 39	-2,9	0,7	33,0
Autres intermédiaires financiers	319	1 039	1 204	720	225,4	164	15,8	0,6	30,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	60	4	16	- 57	-93,5	12	304,1	0,0	0,4
Sociétés non financières	114	307	92	193	168,6	- 215	-70,0	0,0	2,3
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	67 827	70 300	110 832	2 473	3,6	40 533	57,7	57,6	100,0
Etablissements de crédit	38 523	39 798	38 661	1 275	3,3	-1 137	-2,9	20,1	34,9
Administrations publiques	13 784	16 096	12 278	2 312	16,8	-3 818	-23,7	6,4	11,1
Autres secteurs	15 520	14 406	59 893	-1 115	-7,2	45 488	315,8	31,1	54,0
Autres intermédiaires financiers	8 286	13 885	13 634	5 598	67,6	- 250	-1,8	7,1	12,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	983	521	1 068	- 462	-47,0	546	104,8	0,6	1,0
Sociétés non financières	6 224	5 576	5 911	- 649	-10,4	335	6,0	3,1	5,3
Ménages et ISBLM	26	0	0	- 26	-	0	-	-	-
Emetteurs du reste du monde	68 843	75 613	77 470	6 770	9,8	1 857	2,5	40,3	100,0
Etablissements de crédit	33 134	38 136	39 280	5 002	15,1	1 145	3,0	20,4	50,7
Administrations publiques	4 722	2 428	2 638	-2 294	-48,6	209	8,6	1,4	3,4
Autres secteurs	30 987	35 049	35 552	4 062	13,1	503	1,4	18,5	45,9
Total	139 232	149 373	192 275	10 141	7,3	42 903	28,7	100,0	100,0

<sup>1)</sup> Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions.

<sup>3)</sup> Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions émis par des résidents de la zone géographique concernée.

Source : BCL

L'amélioration du climat économique général ainsi que le retour à un environnement porteur sur les marchés boursiers ont également permis aux établissements de crédit d'augmenter le volume de leurs activités. Ainsi, avec un encours de 792 420 millions d'euros au 31 décembre 2005, la somme des bilans des établissements de crédit affiche une fois encore un niveau historique.

**TABLEAU 14 : ÉVOLUTION DE LA SOMME DES BILANS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (EN MILLIONS DE EUR ; DONNÉES BRUTES ; ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE) <sup>1) 2)</sup>**

	Nombre de banques	Somme des bilans	Variation annuelle en EUR	Variation annuelle en %	Variation trimestrielle en EUR	Variation trimestrielle en %	Variation mensuelle en EUR	Variation mensuelle en %	Moyenne annuelle
1999	210	598 459	57 571	10,6					550 008
2000	202	647 749	49 290	8,2					630 065
2001	189	721 000	73 251	11,3					685 944
2002	177	662 618	-58 382	-8,1					687 037
2003	169	655 971	-6 647	-1,0					660 730
2004	162	695 103	39 132	6,0					680 249
2005									
mars	162	715 129	39 968	5,9	20 026	2,9	-1 836	-0,3	
juin	159	746 480	61 839	9,0	31 351	4,4	12 559	1,7	
sep.	157	758 314	79 283	11,7	11 834	1,6	5 728	0,8	
déc.	155	792 420	97 317	14,0	34 106	4,5	5 065	0,6	746 623
2006									
jan.	156	797 497	87 826	12,3			5 077	0,6	
fév.	156	821 514	104 549	14,6			24 017	3,0	
mars	155	823 028	107 899	15,1	30 608	3,9	1 514	0,2	

<sup>1)</sup> Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2)</sup> Pour les années 1999 à 2003, les colonnes 2 et 3 rapportent les données du mois de décembre en non pas le cumul des données de l'année.

Source : BCL

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La dynamique de croissance, entamée en 2003 et 2004 et qui s'est renforcée en 2005, se poursuit également au cours du premier trimestre 2006. Ainsi, la somme des bilans des banques a augmenté de 30 608 millions d'euros, soit 3,9%, entre le 31 décembre 2005 et le 31 mars 2006.

L'augmentation du volume d'activités mesurée par la somme des bilans s'est manifestée en premier lieu au niveau des activités interbancaires, à l'actif comme au passif. On notera également le développement favorable des créances sur la clientèle ainsi que celui des portefeuilles de titres.

A l'actif, l'accroissement en volume des créances interbancaires, qui affichent une hausse de 7,5% entre fin décembre 2004 et 2005, est nettement en retrait par rapport aux taux de croissance annuels affichés par les créances sur la clientèle et les portefeuilles de titres. Les créances sur la clientèle ont fortement augmenté à concurrence de 20,9%, passant de 121 307 millions d'euros fin 2004 à 146 640 millions d'euros fin 2005. Au cours du premier trimestre de l'année en cours elles ont progressé de 3,9% pour atteindre 152 291 millions d'euros. La contribution la plus marquée à l'augmentation de la somme des bilans provient cependant des portefeuilles titres qui ont progressé de 40 917 millions d'euros, soit 23,4% entre le 31 décembre 2004 et le 31 décembre 2005. Cette hausse s'est confirmée au cours des trois premiers mois de l'année en cours avec une progression de respectivement 6,8% et 14 595 millions d'euros.

**TABLEAU 15 : 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 <sup>1)</sup>
	2004/12	2005/12	2006/03	2004/12 - 2005/12		2005/12 - 2006/03		2006/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	377 666	405 891	415 888	28 224	7,5	9 998	2,5	50,5
Créances sur la clientèle	121 307	146 640	152 291	25 333	20,9	5 651	3,9	18,5
Portefeuille titres	174 522	215 439	230 035	40 917	23,4	14 595	6,8	27,9
Autres actifs	21 608	24 451	24 814	2 843	13,2	363	1,5	3,0
Total de l'actif	695 103	792 420	823 028	97 317	14,0	30 608	3,9	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois ne se confirment pas au niveau du passif; en effet, la majeure partie du regain de volume des activités provient des opérations interbancaires et du refinancement par émission de titres. Ces développements relèguent au second plan l'accroissement de pourtant 10,7% des dépôts de la clientèle. Ces derniers ont atteint 255 580 millions d'euros au 31 décembre 2005. Au cours du premier trimestre de l'année 2006, cette tendance s'est inversée dans la mesure où les dettes envers la clientèle ont progressé de 12,6%, soit 32 306 millions d'euros, pour atteindre 287 886 millions d'euros.

**TABLEAU 16 : 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 <sup>1)</sup>
	2004/12	2005/12	2006/03	2004/12 - 2005/12		2005/12 - 2006/03		2006/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	329 761	386 031	387 060	56 270	17,1	1 029	0,3	47,0
Dettes envers la clientèle	230 903	255 580	287 886	24 677	10,7	32 306	12,6	35,0
Dettes représentées par un titre	76 902	89 535	86 198	12 633	16,4	-3 337	-3,7	10,5
Autres passifs	57 537	61 273	61 883	3 736	6,5	610	1,0	7,5
Total du passif	695 103	792 420	823 028	97 317	14,0	30 608	3,9	100,0

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des passifs.

Source : BCL

#### 1.2.4.2 L'emploi dans le secteur financier

Au 31 décembre 2005, le secteur financier luxembourgeois employait 31 344 personnes contre 29 067 au 31 décembre 2004, soit une création nette de 2 277 emplois (+7,8%). Malgré l'extension de la couverture statistique sur cette période, la hausse de l'emploi dans le secteur financier est en grande partie liée à la croissance de l'activité dans ce secteur. Les premiers chiffres pour 2006 confirment cette dynamique, puisque 1 954 emplois ont été créés au cours du premier trimestre, soit une hausse de 6,2%. Au 31 mars 2006, le secteur financier employait 33 298 personnes.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

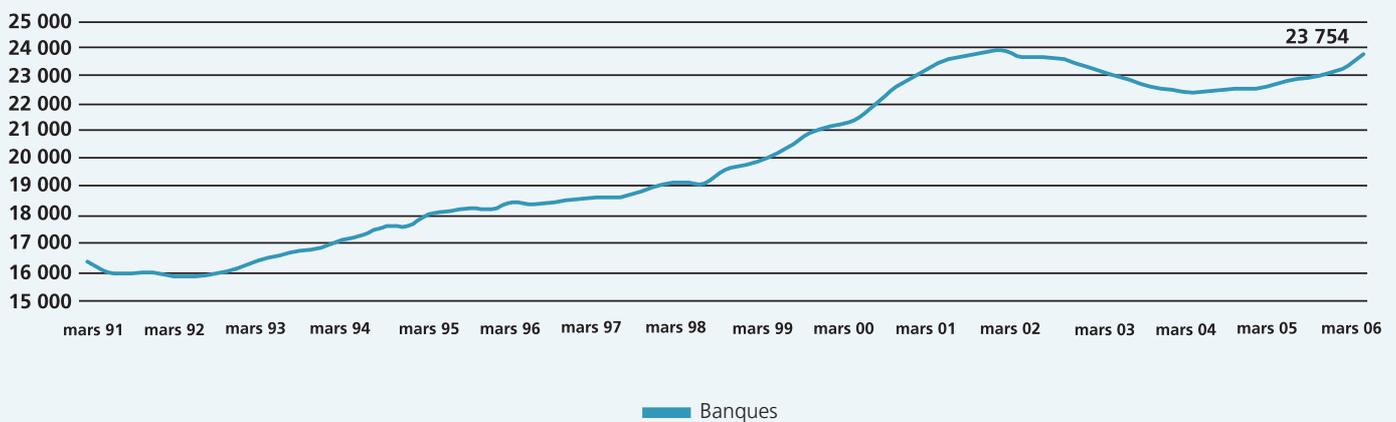
### La situation dans le secteur bancaire

Au 31 décembre 2005, le secteur bancaire luxembourgeois employait 23 224 personnes contre 22 549 au 31 décembre 2004, soit une hausse de 3,0%, ce qui représente la plus forte augmentation annuelle depuis 2001 (+3,7%).

Rappelons tout d'abord que les années 2002 et 2003 avaient été marquées par un fort mouvement de concentration qui a fait diminuer le nombre de banques de 20 unités, soit plus de 10%, sur cette période. A partir de 2004, ce mouvement a très nettement décéléré tandis que s'amorçait une reprise économique au sein de la zone euro. Cela s'est notamment traduit par une progression de 14,0% de la somme de bilan en 2005. Ces facteurs ont contribué à une reprise progressive, trimestre après trimestre, de l'emploi dans les banques. Ainsi, les établissements de crédit luxembourgeois sont passés d'un rythme de création d'emplois plutôt modeste en 2004, avec 36 créations nettes d'emplois, à un rythme plus soutenu en 2005, avec 675 créations nettes.

L'analyse des données sur l'emploi dans les banques au cours du premier trimestre de l'année 2006 renforce encore ce constat. En effet, au cours de ce trimestre, 530 emplois ont été créés, soit une progression de 2,3%, ce qui porte l'effectif du secteur bancaire à 23 754 personnes au 31 mars. Il convient toutefois de préciser que cette hausse résulte pour une grande partie d'un facteur spécifique, à savoir la filialisation d'une ligne de métier par une banque de la place; cette mesure s'accompagne d'un transfert de 700 employés et de la création nette de 370 emplois nouveaux afin de répondre à une activité couvrant à la fois le Luxembourg et la Belgique.

GRAPHIQUE 26 : ÉVOLUTION DE L'EMPLOI DANS LE SECTEUR BANCAIRE



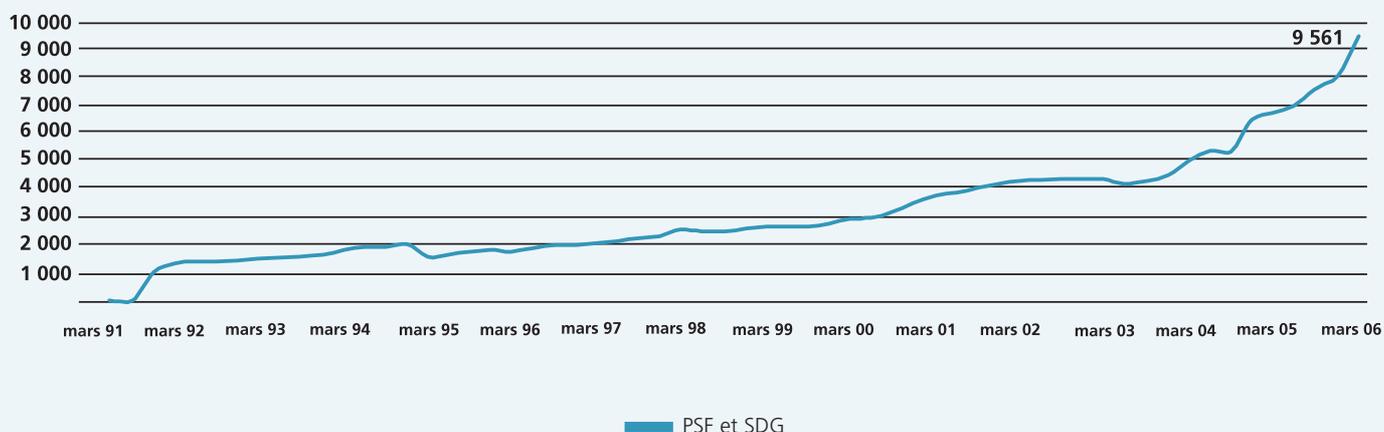
Source : BCL

## La situation dans les PSF et dans les sociétés de gestion

Les professionnels du secteur financier (PSF) employaient 6 547 personnes au 31 décembre 2005, contre 6 059 au 31 décembre 2004, ce qui représente 488 créations nettes d'emplois sur cette période. L'emploi dans les PSF a progressé de manière assez forte depuis 2004 en raison de l'extension de la couverture statistique liée à l'application de la loi du 2 août 2003<sup>8</sup>. Cet effet est apparu toutefois plus modeste en 2005 qu'il ne l'avait été en 2004, où la hausse de 1 621 emplois s'était finalement soldée, après élimination de l'effet de base, par une diminution nette de 90 emplois. En 2005 est apparu un certain équilibre entre la création de nouvelles entités et les transformations de certains PSF existant en sociétés de gestion. Par conséquent, la progression de 488 emplois enregistrée en 2005 est en grande partie liée à la croissance du volume d'affaires de ce secteur. Les premiers chiffres pour 2006 laissent entrevoir un prolongement de cette dynamique de créations d'emplois. Ainsi, au 31 mars 2006, le secteur des PSF employait 7 799 personnes, ce qui représente un accroissement de 1 252 emplois, soit 19,1%.

Les sociétés de gestion (SDG) ont vu leurs effectifs s'accroître de 1 059 emplois entre décembre 2004 et décembre 2005, soit 206%, pour atteindre 1 572 emplois. Contrairement aux PSF pour lesquels l'extension du périmètre de collecte avait joué un rôle déterminant en 2004 mais mineur en 2005, la hausse de l'effectif des SDG en 2005 est essentiellement due à la prise en compte de trois nouvelles entités de taille importante dans la collecte. Celles-ci représentent 582 emplois au 31 décembre 2005, soit 37% de l'emploi total des SDG. En dehors de ce phénomène statistique, il convient de souligner que les marchés boursiers connaissent une croissance assez forte depuis deux ans, ce qui favorise l'emploi dans le secteur des SDG. A l'instar des banques et des PSF, les SDG ont vu leurs effectifs s'accroître au cours du premier trimestre 2006. 190 emplois ont ainsi été créés, soit une hausse de 12,1%, ce qui porte l'effectif de ce secteur à 1 762 personnes.

GRAPHIQUE 27 : ÉVOLUTION DE L'EMPLOI DANS LE SECTEUR DES PSF ET DES SDG



Source : BCL

<sup>8</sup> Pour plus d'informations, le lecteur peut se reporter à la page 42 du Bulletin 2004/4 de la BCL, disponible sur le site [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu).

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.4.3 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire au Luxembourg

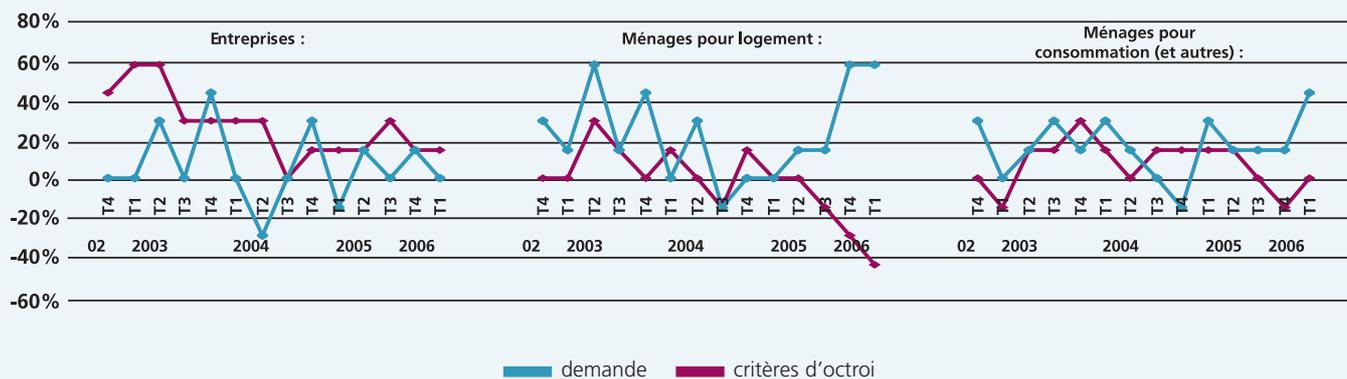
L'enquête trimestrielle sur le crédit bancaire au Luxembourg s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. Cette enquête se présente sous forme d'un questionnaire relatif aux crédits consentis aux ménages et aux sociétés non financières. Ce questionnaire est envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Le questionnaire est composé d'une série de questions de nature qualitative portant à la fois sur la demande et sur l'offre de crédits.

Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en "pourcentages nets". Pour les questions sur les critères d'octroi, c'est-à-dire le côté de l'offre, 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.

Dans l'ensemble, entre début 2005 et le premier trimestre 2006, les résultats de l'échantillon luxembourgeois ne sont que partiellement en ligne avec ceux de la zone euro. En effet, c'est surtout du côté de la demande nette que les deux échantillons font apparaître des résultats comparables et des tendances parfois identiques. Dans ce contexte, la demande nette respectivement des entreprises et des ménages s'est inscrite en hausse au sein de la zone euro. Au Luxembourg, la demande nette a généralement augmenté, notamment pour ce qui est des crédits à l'habitat accordés aux ménages. Quant aux critères d'octroi, les banques de l'échantillon de la zone euro ont en moyenne plutôt signalé un assouplissement net des critères au cours de la période sous revue. Au Luxembourg, les résultats de l'enquête indiquent que les critères d'octroi aux entreprises se sont durcis ; les critères d'attribution relatifs aux crédits octroyés aux ménages se sont cependant assouplis pour ce qui est des crédits à l'habitat, alors que ceux appliqués aux crédits de consommation (et autres) se sont, en moyenne, légèrement durcis.

Le graphique ci-joint présente, pour les résultats de l'échantillon luxembourgeois, l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clés de l'enquête.

**GRAPHIQUE 28 : L'ÉVOLUTION DES CRITÈRES D'OCTROI ET DE LA DEMANDE DE CRÉDITS AU LUXEMBOURG, POURCENTAGES NETS**



D'après les résultats des cinq dernières enquêtes, le durcissement net des critères d'octroi appliqués à l'attribution des crédits aux entreprises découlerait des perceptions de risques liés à l'activité économique future et aux perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises en question ; alors que tout au long de la période sous revue les coûts liés aux fonds propres ont également été invoqués comme ayant contribué à un durcissement des critères d'attribution, la concurrence des autres banques a été citée comme ayant exercé un effet opposé.

La demande nette émanant des entreprises s'est en moyenne légèrement accrue au cours des cinq derniers trimestres. Les sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé que cette évolution serait surtout liée aux investissements en capital fixe.

Si les banques ont signalé un durcissement net des critères d'octroi aux entreprises, les résultats de l'enquête font apparaître un important assouplissement net des critères de décision appliqués aux crédits à l'habitat des ménages. Les pourcentages nets relatifs à ces critères sont d'ailleurs devenus de plus en plus importants entre le deuxième trimestre 2005 et début 2006, de façon à faire apparaître une tendance négative qui pourrait être interprétée comme un assouplissement graduel et croissant. Depuis le troisième trimestre de l'année passée, la concurrence bancaire aurait de plus en plus contribué à cette évolution, alors que les risques liés aux perspectives sur le marché du logement auraient diminué, contribuant davantage à l'assouplissement net signalé par les banques ; les risques liés à l'activité économique générale ont cependant été cités comme ayant contribué à un durcissement.

En parallèle avec l'assouplissement net des critères à l'habitat, la demande nette pour ces crédits a été rapportée comme ayant considérablement augmenté, surtout du troisième au dernier trimestre 2005 ; une tendance haussière est clairement discernable entre début et fin 2005. D'après les résultats de l'enquête, un besoin de financement accru lié aux perspectives sur le marché du logement serait à l'origine de cette forte hausse. Depuis deux trimestres, les banques ont également cité le moindre recours à l'épargne en tant que financement alternatif, ainsi que le regain de confiance des ménages, comme facteurs explicatifs.

En moyenne, pendant la période sous revue, un léger durcissement net a été signalé pour les critères appliqués aux crédits à la consommation (et autres). Alors que les résultats indiquent que la concurrence des autres banques a contribué à un assouplissement des critères, surtout aux deux derniers trimestres, l'incidence de ce facteur a été plus que contrebalancée par les perceptions de risques liés à la capacité de remboursement des emprunteurs. Du côté de la demande, une hausse nette a été signalée ; les pourcentages nets relatifs à la demande se sont particulièrement accrus lors de la dernière enquête.

#### 1.2.4.4 L'évolution des comptes de profits et pertes

Sur base des chiffres provisoires, le résultat net agrégé des établissements de crédit a progressé de 21,4% en 2005, contre +1,5% en 2004 et +7,5% en 2003, poussé avant tout par la bonne tenue de l'industrie des fonds d'investissement et le climat boursier favorable. La marge sur intérêts s'est comprimée de 3,2% par rapport à 2004, alors que le solde net sur commissions affiche une progression de 14%. Les frais de fonctionnement sont en hausse de 5,6%, ce qui est imputable à l'augmentation des frais de personnel.

L'évolution de la structure des revenus au cours des dernières années témoigne d'un renforcement de la part relative des revenus hors intérêts dans le total des revenus pour dépasser 50% en 2005, ceci au détriment de la marge sur intérêts proprement dite. Cette évolution trouve son origine dans le processus de mutation d'une place financière principalement active sur les euro-marchés par l'octroi de crédits et par la collecte de dépôts de la clientèle non-bancaire vers une place centrée sur l'activité private banking, la domiciliation et l'administration de fonds communs de placement.

Les banques ont ainsi pu atteindre fin 2005<sup>9</sup> un résultat brut avant provisions de 4 608 millions d'euros, en hausse de 12,9% par rapport à fin décembre 2004. L'amélioration de la situation économique, la reprise des marchés boursiers et la réévaluation subséquente des actifs financiers ont permis aux établissements de crédit de limiter la constitution de corrections de valeur. Dans ces conditions, les établissements de crédit ont payé plus d'impôts en 2005 qu'en 2004 (771 millions d'euros en 2005 contre 762 millions d'euros en 2004), soit une hausse modérée de 1,2%. Un résultat net après impôts en hausse de 626 millions d'euros, atteignant 3 546 millions d'euros en 2005 a par conséquent été dégagé.

<sup>9</sup> Une analyse détaillée de l'exercice 2005 peut être trouvée dans la Revue de stabilité financière 2006.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 17 : SOMME DES COMPTES DE PROFITS ET PERTES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS<sup>1</sup>**

<i>(en millions de EUR, sauf indication contraire)</i>						
<b>Rubrique des débits et des crédits</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Intérêts et dividendes perçus	51 628	52 790	43 170	35 135	30 964	36 249
Intérêts bonifiés	47 925	48 332	38 895	31 000	26 874	32 288
Marge sur intérêts (1-2)	3 703	4 458	4 275	4 135	4 090	3 961
Revenus nets:						
sur réalisation de titres	322	174	173	288	417	386
sur commissions	3 216	2 830	2 654	2 552	2 853	3 253
sur opérations de change	312	290	317	282	300	356
sur divers	475	399	949	429	68	458
Revenus nets (4+5+6+7)	4 325	3 693	4 093	3 552	3 638	4 453
Produit bancaire (3+8)	8 028	8 151	8 368	7 687	7 728	8 414
Frais de personnel	1 716	1 804	1 871	1 790	1 884	1 994
Frais d'exploitation	1 483	1 506	1 416	1 370	1 425	1 499
Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3 199	3 310	3 287	3 160	3 309	3 493
Impôts divers, taxes et redevances	99	95	51	41	35	40
Amortissements sur immobilisé non financier	320	402	316	293	302	273
Résultats avant provisions (9-12-13-14)	4 410	4 344	4 714	4 193	4 082	4 608
Provisions et amortissements sur disponible, réalisable, et immobilisé financier	1 682	1 405	1 928	1 241	1 025	906
Extourne de provisions	794	686	526	590	625	615
Constitution nette de provisions	888	719	1 402	651	400	291
Résultats après provisions (15-18)	3 522	3 625	3 312	3 542	3 682	4 317
Impôts sur revenu et le bénéfice	969	833	636	665	762	771
Résultat net (19-20)	2 553	2 792	2 676	2 877	2 920	3 546
<i>(en pourcent de la somme de bilan agrégée moyenne)</i>						
<b>Rubrique des débits et des crédits</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Frais généraux (lignes 9 à 12)	0,57	0,55	0,52	0,52	0,53	0,50
Résultats avant provisions	0,69	0,62	0,67	0,63	0,59	0,61
Provisions et amortissements	0,14	0,10	0,20	0,10	0,06	0,04
Résultats après provisions	0,55	0,52	0,47	0,53	0,54	0,57
<sup>1</sup> 2005: Chiffres provisoires						
Source : BCL						

Cette évolution se confirme au cours du premier trimestre 2006 où la prolongation de la reprise de l'économie et des places boursières mondiales a eu un impact favorable sur les bénéfices des banques luxembourgeoises qui ont dégagé sur cette période des résultats en forte augmentation, à savoir un résultat brut avant provisions et impôts de 1 862 millions d'euros ce qui représente une hausse de 69,9% ou 766 millions d'euros par rapport au 31 mars 2005.

**TABLEAU 18 : COMPTE DE PROFITS ET PERTES AGRÉGÉ EN COURS D'ANNÉE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS<sup>1,2</sup>**

	2005 / 03	2006 / 03	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
Intérêts et dividendes perçus	8 475	11 728	38,4	3 253
Intérêts bonifiés	7 533	10 652	41,4	3 119
Marge sur intérêt (1-2)	942	1 076	14,2	134
Revenus nets:				
sur réalisation de titres	117	79	-32,5	-38
sur commissions	785	1 005	28,0	220
sur opérations de change	80	126	57,5	46
sur divers	87	582	569,0	495
Revenus nets (4+5+6+7)	1 069	1 792	67,6	723
Produit bancaire (3+8)	2 011	2 868	42,6	857
Frais de personnel	489	538	10,0	49
Frais d'exploitation	347	396	14,1	49
Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	836	934	11,7	98
Impôts divers, taxes et redevances	9	12	33,3	3
Amortissements sur immobilisé non financier	70	60	-14,3	-10
Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1 096	1 862	69,9	766

<sup>1</sup> Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2</sup> Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois.

Source : BCL

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### 1.2.4.5 L'analyse des résultats des banques

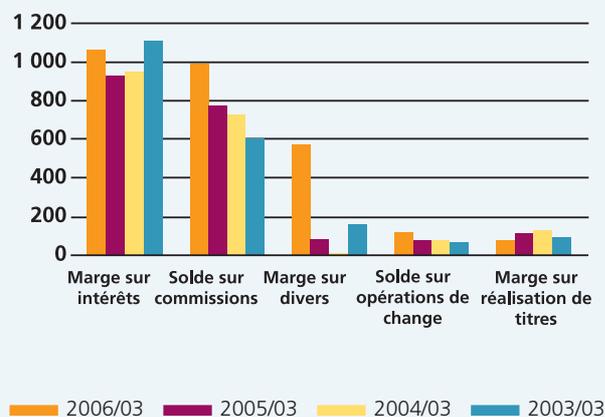
La marge sur intérêts, qui s'est élevée à 1 076 millions d'euros au 31 mars 2006, a progressé de 14,2% ou 134 millions d'euros par rapport à la même période de l'exercice précédent. Les intérêts et dividendes perçus ont augmenté de 3 253 millions d'euros tandis que les intérêts bonifiés ont progressé de 3 119 millions d'euros. L'amélioration de la marge sur intérêts s'explique essentiellement par les hausses des taux directeurs de la BCE, survenues en décembre 2005 et en mars 2006. En effet, les banques ont pu effectuer des transformations d'échéances qui leur ont permis d'augmenter leurs revenus.

La forte progression exceptionnelle du résultat net sur divers est à la source d'une diminution considérable de la part relative de la marge sur intérêts dans le résultat brut de 46,8% en mars 2005 à 37,5% en mars 2006.

Le solde net sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et des fonds d'investissements pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire et pour certaines d'administrations centrales, a affiché une forte progression de 28%, pour s'élever à 1 005 millions d'euros au 31 mars 2006. Le retournement depuis 2004 du mouvement baissier du solde sur commissions, qui avait diminué de 12% en 2001, de 6,2% en 2002 et de 3,8% en 2003, s'explique essentiellement par l'excellente évolution des marchés financiers européens qui se sont envolés au cours de l'année 2005. Cette tendance n'a pas été freinée au premier trimestre 2006. Ainsi, entre fin mars 2005 et fin mars 2006, l'indice LUXXX a affiché une performance de 39,6%, le DAX allemand ayant progressé de 37,3%. Le DJ Stoxx 50 était également en hausse de 22,4% et a devancé le Royaume-Uni (FTSE +21,9%). Du côté français, le CAC 40 a augmenté de 28,4% sur cette même période.

La progression des places boursières influence positivement la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC sur base de laquelle est calculé le solde net sur commissions. Fin mars 2006, les actifs nets des OPC ont franchi le cap des 1 675 milliards d'euros (+ 40,31% par rapport à la même période de l'année précédente).

GRAPHIQUE 29 : PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES 2003-2006

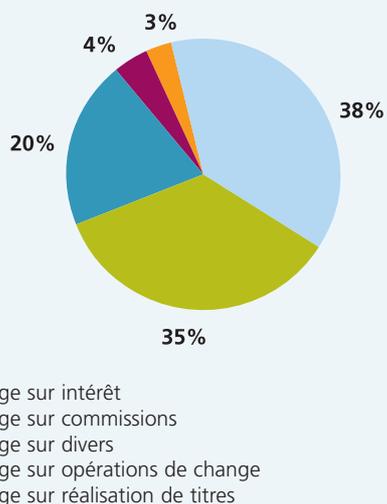


Source : BCL

Les revenus nets sur réalisation de titres n'ont pas pu franchir le niveau atteint en 2006. La marge sur réalisation de titres a en effet diminué de 32,5%, soit de 38 millions d'euros, pour s'élever à 79 millions d'euros fin mars 2006.

La hausse de 569% ou 495 millions d'euros des revenus nets sur divers doit être interprétée avec prudence étant donné le faible niveau de ce poste au premier trimestre 2005. En effet, avec 582 millions d'euros, ces revenus non-récurrents et par nature volatiles ont atteint en 2006 un solde record comparé aux premiers trimestres de la décennie passée. Cette évolution est majoritairement due à une plus-value extraordinaire réalisée par une banque de la place suite à la filialisation d'une de ses activités principales. Il faudra remarquer que cet élément, qui bénéficie d'une exonération fiscale, est la source de la progression notable du produit bancaire de 42,6% ainsi que du résultat brut avant provisions de 69,9%. Toutefois, en faisant abstraction de cette plus-value inhabituelle nous permet de relever une croissance toujours robuste de 26,9% du résultat brut avant provisions.

**GRAPHIQUE 30 : POIDS DES PRINCIPALES COMPOSANTES DANS LES REVENUS BANCAIRES AU PREMIER TRIMESTRE 2006**



Source : BCL

Face à cette situation, on relève des frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) en hausse de 11,7% pour s'établir à 934 millions d'euros au 31 mars 2006. Les frais de personnel ont progressé de 10%, du fait notamment de l'effet cumulé d'une augmentation des effectifs (+4,6%) et de l'indexation des salaires (+2,5%) survenue en octobre 2005. La création nette d'emplois dans le secteur bancaire au premier trimestre 2006 (+530 emplois) est essentiellement à la base de la hausse des frais de fonctionnement. La progression des frais de conseil en informatique, des frais de déplacement, des frais de représentation, des honoraires ainsi que des fournitures de bureau est à l'origine de la hausse des charges d'exploitation de 14,1%.

L'amélioration du ratio coûts sur revenus qui passe de 41,5% au premier trimestre 2005 à 32,6% au premier trimestre 2006 est essentiellement due à la forte progression des revenus extraordinaires. La neutralisation de ces revenus permet de calculer un ratio coûts sur revenus de 43,5% au 31 mars 2005 et de 40,8% au 31 mars 2006, rapport qui se compare pourtant encore avantageusement sur le plan international et qui s'améliore par rapport à 2005.

S'y ajoutent une augmentation des impôts divers de 33,3% ou 3 millions d'euros sur le premier trimestre 2006 ainsi qu'une diminution de 14,3% des amortissements sur immobilisation non-financières, ces derniers représentant 60 millions d'euros au 31 mars 2006.

L'effort continu en matière de contrôle et de réduction des coûts ainsi que l'excellente performance ont permis aux banques d'atteindre au premier trimestre 2006 un résultat brut avant provisions de 1 862 millions d'euros, en hausse de 69,9% ou 766 millions d'euros par rapport à la même période de l'année précédente.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### 1.2.5 Le marché du travail

#### 1.2.5.1 L'emploi

Après s'être redressée tout au long de l'année 2004 pour atteindre 2,5% en moyenne, la progression annuelle de l'emploi total s'est cristallisée autour de 3,2% en 2005, reflétant ainsi la quasi-stabilisation de la croissance du PIB réel. A la faveur de cette vitesse de croisière soutenue, l'emploi total a dépassé la barre des 310 000 personnes occupant un emploi au Luxembourg dès mai 2005, pour finalement s'établir à 311 238 personnes en moyenne au cours de l'année sous revue. En outre, les estimations disponibles pour les quatre premiers mois de 2006 (soit une progression de 3,4% en moyenne après 3,1% en 2005 au cours de la même période) permettent d'escompter une poursuite du raffermissement de la croissance annuelle de l'emploi. Cette évolution amène l'emploi total à se fixer à 319 571 personnes au mois d'avril 2006.

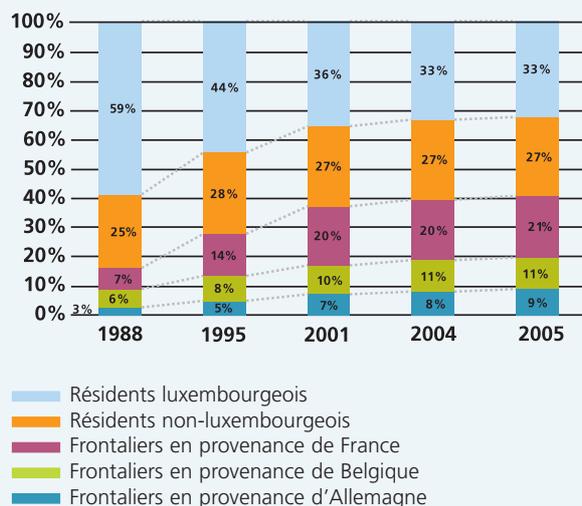
L'économie luxembourgeoise a donc continué de créer un nombre remarquable d'emplois tout au long de l'année 2005, comparativement à ses voisins<sup>10</sup> et les non-résidents actifs au Luxembourg, dont le nombre total s'élevait à 118 325 personnes en 2005 (après 111 855 personnes en 2004, soit une augmentation de 5,8%) continuent d'occuper la grande majorité des nouveaux emplois créés. Leur poids dans les nouveaux emplois s'est stabilisé tout au long de l'année 2005, contrastant avec la baisse de leur part dans les créations d'emplois en 2004<sup>11</sup>, de sorte qu'ils représentent 67,0% des nouveaux emplois (après 67,7% l'année précédente). Les frontaliers en provenance de France restent de loin le contingent le plus important (51,6% de l'ensemble des travailleurs frontaliers), devant ceux de Belgique (26,9%) et d'Allemagne (21,5%). Dans ce contexte, l'emploi national a dépassé la barre des 200 000 personnes au mois de mars 2005 pour atteindre 201 916 personnes en moyenne en 2005, en augmentation de 1,6% par rapport à 2004. La consolidation de la croissance de l'emploi autour de 3,2%, qui s'est dessinée tout au long de l'année, a donc continué de bénéficier davantage aux non-résidents, lesquels continuent d'occuper l'essentiel des emplois créés.

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 mais relèverait d'un artefact statistique (20 819 travailleurs indépendants en 2005 après 20 285 en 2004, soit une augmentation annuelle de 2,6%).

De fait, une partie du redressement de la croissance de l'emploi indépendant a été causée 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.

Le rythme de croissance annuelle de l'emploi salarié s'est aussi stabilisé autour de 3,2% au cours de 2005. Dès lors, cet agrégat a franchi la barre des 290 000 personnes, soit 290 419 salariés en moyenne en 2005 (contre 281 294 en 2004). La répartition sectorielle de l'emploi salarié, qui représentait 93,3% de l'emploi total en 2005, révèle des différences selon la nationalité et le lieu de résidence. Près de la moitié des résidents de nationalité luxembourgeoise occupent désormais un poste dans les "Autres services" (48% plus précisément alors qu'ils n'étaient que 46% l'année précédente). Ceci s'explique notamment par le fait que les services publics privilégient la langue nationale. Les résidents étrangers sont, de leur côté, majoritairement occupés dans les secteurs suivants : "Commerce, restauration et hébergement, réparations" (pour 21% d'entre eux), "Autres services" (18%) et "Construction" (17%). Les non-résidents se concentrent, quant à eux, dans les services de l'"Immobilier, location, services fournis aux entreprises" (20%), du "Commerce, restauration et hébergement, réparations" (19%) et de l'"Industrie, énergie et eau" (16%).

GRAPHIQUE 31 : COMPOSITION DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LE LIEU DE RÉSIDENCE ET LA NATIONALITÉ DU SALARIÉ

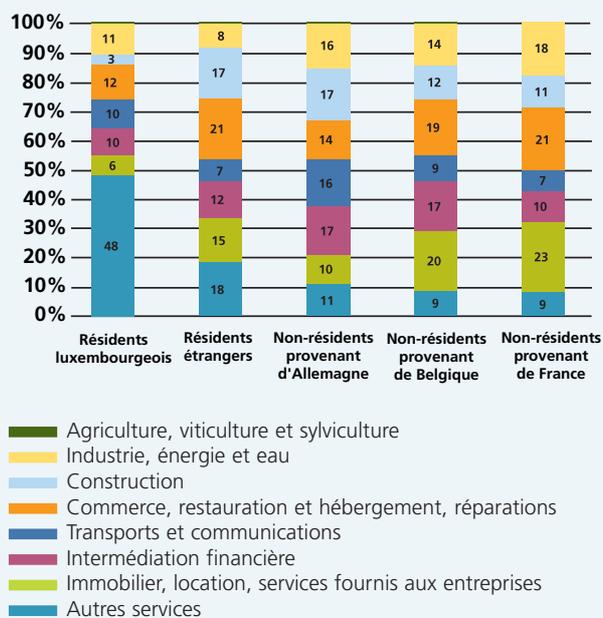


Source : IGSS

<sup>10</sup> L'Allemagne a enregistré une perte d'emplois pour l'année 2005 de l'ordre de 0,2% et la France a affiché, quant à elle, une croissance annuelle de l'emploi de 0,2% en 2005. Les données concernant la progression de l'emploi en Belgique en 2005 ne sont pas disponibles pour l'heure.

<sup>11</sup> Surtout dans le secteur public. De fait, plus d'un emploi nouveau sur trois créé en 2004 (34,5% plus précisément) a été un emploi public ou para-public (santé, éducation).

**GRAPHIQUE 32 : RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LA BRANCHE PROFESSIONNELLE ET LE LIEU DE RÉSIDENCE DU SALARIÉ**



Source : IGSS

Qu'en est-il de l'évolution du travail intérimaire<sup>12</sup>? En dépit du fait que l'emploi intérimaire ne représente que 2,6% de l'emploi total au Luxembourg<sup>13</sup>, 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 en glissement annuel des créations d'emplois a emprunté un sentier de croissance consolidé en écho à 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 données disponibles pour les dix premiers mois de l'année 2005 mettent en lumière une poursuite de l'accélération de la croissance annuelle de ces différents indicateurs<sup>14</sup>. Ceci confirme la consolidation de la progression de l'emploi en 2005 et se présente comme un signal positif sur le front de l'emploi pour 2006.

La reprise de la croissance en 2004 et 2005 a stimulé l'évolution des principaux agrégats de l'emploi pour finalement les replacer sur une trajectoire de croissance consolidée tout au long de l'année 2005. De fait, les trajectoires respectives des indicateurs de l'emploi se sont progressivement réajustées à la hausse dans la foulée de la reprise de la conjoncture. Cependant, ce redémarrage est, somme toute, relativement modeste à l'aune des évolutions historiques.

La progression de l'emploi n'a pas permis de stabiliser le taux de chômage au Luxembourg.

<sup>12</sup> Le contrat de travail intérimaire se distingue du contrat de travail de droit commun par sa durée déterminée et ses horaires flexibles.

<sup>13</sup> Au cours de la période s'étalant de janvier à octobre 2005 car les données relatives aux deux derniers mois de l'année 2005 ne sont pas disponibles pour l'heure.

<sup>14</sup> La progression du nombre d'entreprises employant des travailleurs intérimaires et du nombre de contrats offerts par ces entreprises s'est raffermie au cours des dix premiers mois de l'année 2005 comparativement à la même période de l'année précédente (respectivement 14,8% et 15,5% après 11,0% et 13,2% au cours des dix premiers mois de 2004). Dans ce contexte, la croissance annuelle de l'emploi intérimaire s'est accélérée (11,2% en moyenne de janvier à octobre 2005 après 9,2% l'année précédente).

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 19 : 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	2,5%	2,5%	3,5%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,3%	2,3%	3,5%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,6%	2,6%	3,9%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,5%	4,9%
2004	2,6	1,9	2,5	4,7	1,7	1,9	3,9%	3,9%	5,4%
2005	3,2	2,6	3,2	5,8	1,6	2,0	4,2%	4,2%	6,1%
2005T1	3,2	3,2	3,2	5,8	1,6	1,9	4,3%	4,1%	6,2%
2005T2	3,0	3,2	3,1	5,5	1,6	2,0	4,0%	4,2%	6,0%
2005T3	3,2	2,5	3,2	5,9	1,5	2,0	4,2%	4,3%	6,0%
2005T4	3,5	1,6	3,3	6,0	1,7	2,2	4,5%	4,4%	6,3%
2006T1	3,6	-0,6	3,3	5,9	1,7	2,2	4,7%	4,5%	6,5%
Déc-05	3,4	1,4	3,3	5,9	1,7	2,2	4,6%	4,4%	6,4%
Jan-06	3,6	-0,2	3,3	5,9	1,7	2,2	4,8%	4,5%	6,6%
Fév-06	3,6	-0,5	3,3	5,9	1,7	2,1	4,7%	4,5%	6,6%
Mar-06	3,6	-1,0	3,3	5,8	1,7	2,2	4,6%	4,6%	6,5%
Avr-06	3,7	-1,0	3,4	6,0	1,7	1,8	4,3%	4,3%	6,2%

\* Les données concernant l'emploi de février à avril 2006 sont des estimations.

Sources : IGSS, STATEC, calculs BCL

### Impact des mesures du Comité de Coordination Tripartite sur le marché du travail au Luxembourg

Le Comité de Coordination Tripartite qui s'est achevé récemment a diagnostiqué un certain nombre de disfonctionnements et de faiblesses sur le marché du travail luxembourgeois auxquels il se propose de fournir des remèdes résumés dans son avis publié le 28 avril et repris dans la déclaration du gouvernement du 2 mai 2006. En effet, face à l'augmentation du taux de chômage qui perdure dans le sillage d'une consolidation de la progression annuelle de l'emploi en 2005, le Comité de Coordination Tripartite a décidé d'une part d'inciter les entreprises à recruter prioritairement auprès de la main-d'œuvre résidente à la recherche d'un emploi en dotant les résidents de qualifications et de compétences requises et, d'autre part, de mener une politique d'*employment security* pour les salariés au lieu d'une politique de *job security* sous le coup d'une mesure de licenciements collectifs. Cet encadré se propose de discuter du degré d'efficacité d'un certain nombre de ces propositions au regard de la situation sur le marché de l'emploi luxembourgeois.

## Pertinence des mesures de révisions de la législation sur le chômage

En vue de faire face à la montée du taux de chômage qui se dessine depuis 2002, le Comité de Coordination Tripartite propose d'"offrir 1000 places d'apprentissage supplémentaires et de créer un nombre supplémentaire considérable de places de stage d'insertion et de réinsertion professionnelles". Cette politique de formation devrait théoriquement permettre de modifier la composition de la population active et de mieux adapter la structure de l'offre à la demande croissante de travail qualifié. De fait, si les rendements privés et collectifs des investissements étaient égaux, les interventions publiques n'auraient pas besoin d'améliorer l'efficacité économique. Ainsi dans un système de concurrence pure et parfaite où l'offre de formation serait le fruit d'entreprises privées, les interventions publiques visant à accroître la proportion de travailleurs qualifiés introduiraient des distorsions et empêcheraient une allocation optimale des ressources<sup>15</sup>. Cette situation théorique ne se présente pas dans la réalité et, dès lors, les investissements publics en formations dégagent des externalités positives, c'est-à-dire que chacun bénéficie quotidiennement de la formation des autres. Toutefois, ce type de politique nécessite un investissement dont le financement n'est pas spécifié ici. Or, le type de financement proposé permettrait d'évaluer le rapport coût/opportunité d'une telle politique de formation. De plus, cette "offre" de places d'apprentissage et de stages d'insertion n'est pas concrètement définie en termes de types de postes à occuper par les apprentis et les stagiaires au sein des différents secteurs de l'économie. En outre, aucun planning clairement déterminé n'est fixé par cet avis, ce qui pose la question de savoir si ces formations par la pratique supplémentaires vont être créées à court ou bien seulement à moyen terme.

En ce qui concerne "la proposition du gouvernement qui vise à intensifier la collaboration entre l'ADEM et l'ULEDI (Union des entreprises de travail intérimaire) et à rechercher un partenariat avec les entreprises de travail intérimaire individuelles en vue de la prise en charge d'un groupe de chômeurs difficile à placer", il est intéressant de souligner son caractère tout à fait bénéfique si elle permet d'éviter à certains chômeurs de ne pas avoir de "périodes de vide sur leur curriculum vitae". En effet, une absence prolongée d'activité est susceptible d'être perçue négativement par un employeur potentiel qui risque de l'associer à une période d'oisiveté et non de recherche active d'emploi et par voie de conséquence de mener au rejet de la candidature du chômeur. Dans ce cadre, une mission de travail intérimaire constitue un tremplin vers un autre emploi à durée indéterminée si elle a permis de "combler" ce vide sur le curriculum vitae et de renvoyer, de ce fait, un signal positif du chômeur à l'employeur potentiel. Cependant, la multiplication des missions d'intérim peut conduire à une défiance de l'employeur vis-à-vis de la fidélité de cet employé qui a l'habitude de changer d'employeur très régulièrement et qui risque de ce fait de démissionner plus facilement pour accepter un autre emploi. Plus encore, une telle mesure présente aussi le risque de ne pas engendrer tous les effets escomptés en raison du fait que le marché du travail intérimaire est actuellement un marché fréquenté à près de 80%<sup>16</sup> par les travailleurs frontaliers. En effet, l'attractivité des salaires liée au montant supérieur du salaire minimum au Luxembourg comparativement à celui dans les économies limitrophes, l'attrait des prestations familiales généreuses et des divers avantages octroyés aux travailleurs intérimaires (tels que les tickets restaurant) constituent des facteurs encourageant les travailleurs frontaliers à fortement concurrencer les résidents sur ce marché qui demande en général des personnes peu qualifiées<sup>17</sup>. Dans ce cadre, si aucune mesure n'est prise pour réduire l'écart entre le salaire de réservation des chômeurs résidents et de celui des non-résidents, cette concurrence risque de compromettre l'application de cette politique. De fait, le ratio de remplacement des allocations de chômage<sup>18</sup> au Luxembourg est plus élevé que dans les économies voisines, ce qui conduit les chômeurs à fixer un niveau de salaire de réservation plus élevé que celui des non-résidents à la recherche d'un emploi.

Sur le front de la révision de la législation sur le chômage, il est particulièrement important de saluer l'initiative qui vise à discuter de l'introduction du principe de la proportionnalité de la durée d'indemnisation du chômage par rapport à la durée effectivement travaillée. De fait, il apparaît au regard des récents travaux empiriques menés pour un ensemble de pays appartenant à l'OCDE<sup>19</sup> que la durée de perception de l'indemnisation est particulièrement importante pour comprendre les écarts entre les taux de chômage de longue durée observés dans chaque pays : d'après une étude, le chômeur anticipe le moment où il ne va plus recevoir d'indemnité (ou bien une indemnité bien moins substantielle), ce qui le pousse à baisser son salaire de réservation et à rechercher au plus vite du travail avant cette échéance<sup>20</sup>. Dans ce contexte, il a été démontré que le ratio de remplacement n'est pas systématiquement une variable réellement discriminante<sup>21</sup> mais que c'est bien la durée d'indemnisation qui constitue un facteur explicatif du chômage de longue durée. Cette initiative pourrait donc contribuer à éviter que certains chômeurs ne se retrouvent 12 mois complets au chômage avant d'envisager de rechercher un emploi, évitant ainsi à certains chômeurs de s'enliser dans un chômage de longue durée.

La définition plus restrictive de la condition de résidence pour tout chômeur inscrit auprès de l'ADEM évite certes des inscriptions frauduleuses de frontaliers qui apprenant qu'ils vont perdre leur emploi vont s'installer de suite sur le territoire luxembourgeois au travers d'adresses fictives de domiciliation pour y percevoir les indemnités de chômage plus généreuses que dans leur pays d'origine. Cependant, cette mesure est insuffisante si elle n'est pas suivie de contrôles systématiques de la domiciliation des dossiers de demande d'indemnisation douteux, c'est-à-dire présentant un déménagement au cours des semaines précédant la notification de licenciement.

D'autres mesures visent plus directement une baisse du chômage officiellement enregistré.

<sup>15</sup> G.Becker, (1964) ; *Human Capital: a theoretical and empirical analysis with special reference to education*, Columbia University Press.

<sup>16</sup> 78,7% en moyenne au cours des dix premiers mois de 2005.

<sup>17</sup> Les principaux secteurs qui embauchent de tels travailleurs sont ceux de l'industrie, de la construction et de l'HORECA.

<sup>18</sup> Le ratio de remplacement global correspond à la moyenne de toutes les prestations que reçoit une personne au chômage rapportée au salaire moyen. Au Luxembourg, un chômeur perçoit environ 80% de son dernier salaire durant généralement 12 mois en moyenne puis, à terme, il perçoit le RMG.

<sup>19</sup> OCDE, *Prestations et salaires*, Paris, 2005.

<sup>20</sup> Katz, L., Meyer, B. (1990), *The Impact of potential Duration of Unemployment Benefits of the Duration of Unemployment*; Journal of Public Economics, 41(1), pp.45-72.

<sup>21</sup> Van Den Berg, G. et Van Ours, J. (1994), *Unemployment Dynamics and Duration Dependence in France, the Netherlands and the UK*, Economic Journal, 104, pp.432-443.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

A l'avenir, l'ADEM devra offrir à tout jeune inscrit comme demandeur d'emploi une mesure active en faveur de l'emploi; et ceci au plus tard après six mois d'inscription. L'utilité de cette mesure dépendra surtout du nombre d'entreprises privées qui se sentiront incitées à contribuer à l'offre de telles mesures. Dans le passé, si les personnes bénéficiant d'une telle mesure auprès de l'Administration publique (par exemple un CAT PU - Contrat d'Auxiliaire Temporaire du secteur public) ont été plus nombreuses que celles ayant eu l'opportunité de recevoir une initiation pratique (et parfois aussi théorique) dans le secteur privé (CAT PR ou bien Stage d'insertion en entreprise (SIE)), ces dernières ont cependant mieux réussi à trouver un emploi régulier après la fin de la mesure. Le succès de cette mesure sera donc fonction de la réussite de maximiser le pourcentage de mesures menées au sein du secteur privé au lieu d'occuper les jeunes chômeurs dans des mesures créées par le secteur public mais qui n'améliorent visiblement pas concrètement l'"employabilité" des personnes concernées.

Il est de plus prévu d'intégrer davantage de personnes "trop fragilisées pour intégrer le premier marché de l'emploi" dans des initiatives en faveur de l'emploi à caractère définitif. Cette mesure aura certes tendance à faire baisser le taux de chômage officiel, mais cette baisse engendrera aussi des coûts pour la création de postes de travail de nature encore inconnue à ce stade.

Il a également été retenu qu'à l'avenir, les personnes introduisant une demande en obtention du "revenu pour personnes gravement handicapées" n'auront plus besoin de s'inscrire comme demandeurs d'emploi à l'ADEM<sup>22</sup>. Ce revenu a été introduit en 2004, pour les personnes ayant le statut de "travailleur handicapé" ne trouvant pas d'emploi sous condition de s'inscrire à l'ADEM comme demandeur d'emploi, ce qui a contribué à l'augmentation du chômage recensé. L'abolition de cette nécessité de s'inscrire afin d'obtenir ce revenu aura l'effet inverse, à savoir une baisse du taux de chômage recensé sans amélioration de la situation sur le terrain.

En présence de bon nombre de décisions visant à abaisser le taux de chômage officiel - bien qu'elles ne soient pas nécessairement aptes à améliorer ni même à changer la réalité économique - il sera nécessaire d'avoir des informations précises sur le nombre de personnes concernées par chacune de ces mesures. Dans le cas contraire, on risquerait de se croire en présence d'une détente de la situation qui pourrait cependant en grande partie être due à des mesures n'améliorant pas vraiment la situation d'emploi des personnes concernées.

Afin d'apprécier le succès de ces mesures la transparence sera requise afin d'évaluer dans quelle proportion l'amélioration éventuelle sur le front du chômage est la résultante de phénomènes purement statistiques ou est le reflet d'une réelle amélioration.

### Bien-fondé de la mise en place de la politique de maintien de l'emploi

La pierre angulaire de la politique de maintien de l'emploi repose sur un véritable arsenal de mesures visant à éviter l'inscription au chômage de salariés sous le coup d'une procédure de licenciements collectifs. Cette "gestion anticipative des restructurations" devrait se traduire concrètement soit par un reclassement dans une autre entreprise, soit par une formation des salariés menacés par une procédure de licenciement collectif avant même leur inscription auprès de l'ADEM. Ce plan de maintien de l'emploi repose sur la concertation des partenaires sociaux en vue de trouver des solutions "alternatives aux licenciements". Dans le cas particulier d'une entreprise de distribution dont les salariés sont touchés par une telle procédure de licenciement, cette politique de maintien de l'emploi devrait se traduire concrètement par le reclassement des salariés auprès d'autres entreprises pour une période d'essai de deux semaines<sup>22</sup>. Les résultats d'une telle politique de "sécurisation de l'emploi" va donc reposer sur la capacité des partenaires sociaux à reclasser de manière optimale les salariés en sursis afin que ces derniers réussissent à se faire ré-embaucher suite à leur période d'essai. Dès lors, le bilan de cette politique ne pourra être effectué objectivement qu'à moyen terme par la comptabilisation du nombre d'emplois sauvegardés par le biais de ces reclassements.

De plus, une participation plus élevée des entreprises aux charges liées au paiement de l'indemnité de préretraite est prévue. Si jusqu'ici la préretraite a été pour les entreprises un moyen aisé de se séparer d'employés plus âgés gagnant des salaires assez élevés - tout en embauchant souvent en même temps des employés plus jeunes et moins chers - , cette mesure pourrait contribuer à endiguer cette pratique et à augmenter le taux d'activité des personnes plus âgées, taux qui est assez faible aujourd'hui au Luxembourg en comparaison internationale.

Les mesures sur lesquelles le Comité de Coordination Tripartite s'est mis d'accord visent à améliorer la situation sur le marché de l'emploi et du chômage. Si la finalité de ces mesures peut être reconnue, leur succès sur le terrain sera tributaire des plans d'action concrets de leur mise en application.

<sup>22</sup> Les entreprises ne devraient pas avoir de coûts d'embauche à supporter lors de cette période d'essai de deux semaines.

### 1.2.5.2 Le chômage

La reprise de la conjoncture qui se consolide depuis 2004 n'a pas, pour l'heure, porté ses fruits sur le front du chômage. Le taux de chômage au sens "strict"<sup>23</sup> est passé de 3,9% en 2004 (ou 7 983 personnes) à 4,2% en 2005 (soit 8 948 personnes). Au regard de cette évolution, le nombre de chômeurs a continué d'augmenter quasiment au même rythme annuel en 2005 qu'en 2004 (de 10,0% après 12,0% en 2004). Les données disponibles pour les quatre premiers mois de 2006 témoignent d'une poursuite de la tendance haussière du chômage bien plus marquée encore que l'année précédente à la même période (de 8,3% contre seulement 6,8% au cours des quatre premiers mois de 2005). A noter que la baisse du taux de chômage observée en avril 2006 est allée de pair avec une diminution du taux de chômage désaisonnalisé. Cette évolution ne permet pourtant pas de conclure à un retournement de la tendance observée jusqu'à mars 2006. En effet, les récentes annonces de licenciements collectifs dans un certain nombre d'entreprises au Luxembourg devraient se faire ressentir progressivement au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année 2006, ce qui pourrait encore retarder, voire contrecarrer une embellie sur ce front.

En 2005 comme en 2004, les hommes ont représenté en moyenne plus de la moitié des personnes au chômage (55,3% après 54,4% en 2004)<sup>24</sup>. La ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âge révèle que près d'un quart d'entre eux sont âgés de 31 à 40 ans, ce qui constitue le contingent le plus important. En 2005, presque une personne sans emploi sur trois au Luxembourg était un chômeur "de longue durée" (c'est-à-dire inscrit à l'ADEM depuis plus de douze mois), contre seulement un chômeur sur quatre l'année précédente à la même période. En outre, la part des chômeurs "de longue durée" au sein de la population au chômage est la seule catégorie ayant enregistré une hausse annuelle positive (15,5% en 2005), toutes les autres ayant affiché une baisse. L'augmentation du nombre de chômeurs en général et des chômeurs "de longue durée" en particulier détonne donc par rapport à une progression d'emplois et du nombre d'offres d'emplois non satisfaites qui s'est significativement accélérée au courant de l'année 2005.

Le taux de chômage au sens "large"<sup>25</sup>, qui comprend les personnes qui bénéficient d'une mesure pour l'emploi, a atteint 6,1% en moyenne en 2005 après 5,4% en 2004, (soit 12 889 personnes en 2005, contre 11 180 en 2004). L'augmentation de ce taux de chômage s'explique à la fois par la hausse du taux de chômage au sens "strict" et par l'accroissement du nombre de personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi, dont le nombre est passé de 3 739 en 2004 à 3 941 en 2005, soit une augmentation annuelle de 5,4%.

Le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS), a poursuivi tout au long de l'année 2005 sa trajectoire ascendante en phase avec la reprise entamée depuis le second trimestre 2004 (de l'ordre de 21,0% en glissement annuel après 22,1% en 2004). De fait, 1 210 emplois ont été proposés en moyenne chaque mois en 2005 (après 1041 postes offerts par mois en 2004). On observe que près de la moitié de ces postes vacants se situent dans les secteurs/métiers des "Professions libérales, techniciens et assimilés" et des "Employés de bureau". Le ratio des OENS aux demandes d'emploi non satisfaites permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale et la demande (qui est quant à elle aussi adressée aux étrangers). Grâce à l'augmentation du nombre d'OENS tout au long de l'année, l'appariement entre l'offre et la demande de force de travail s'est amélioré (en moyenne un poste a été offert à 8 candidats potentiels inscrits à l'ADEM contre un poste offert à 9 chômeurs l'année précédente). L'analyse sectorielle de ce ratio a permis de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation est demeurée la plus substantielle en 2005 : "Travailleurs des transports" (un emploi offert pour 28 chômeurs potentiellement intéressés), "Vendeurs" (1/25) et "Autres services" (1/17). Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail en 2005 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" (1/6).

<sup>23</sup> A noter que la méthodologie officielle de comptabilisation des chômeurs au Luxembourg a été modifiée en janvier 2006. De fait, les personnes inscrites actuellement à l'ADEM en tant que chômeurs au sens "strict" bénéficiaires d'une affectation temporaire indemnisée (ATI) ne sont plus comptabilisées comme chômeurs au sens "strict" mais sont désormais inscrites dans le taux de chômage au sens "large". Cette re-classification a été réalisée de manière rétrospective jusqu'en janvier 2000, ce qui a mécaniquement conduit à un effet de niveau baissier sur le taux de chômage "strict" tout au long de la période couverte par ce réajustement méthodologique. En outre, soulignons que le taux de chômage au sens "large" a été affecté par la soustraction des non-résidents inscrits au titre

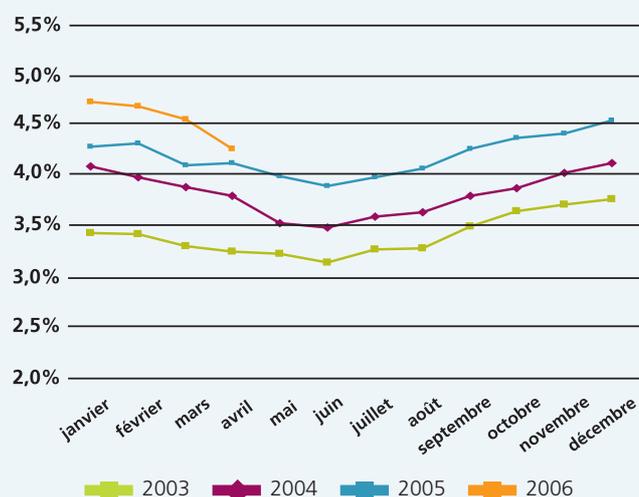
de "travailleurs à capacité de travail réduite" qui ont été pris en charge par l'ADEM depuis la fin de 2002 en vertu de loi du 25 juillet 2002 concernant l'incapacité de travail et la réinsertion professionnelle.

<sup>24</sup> La ventilation des chômeurs selon les différentes structures n'étant pas disponible avant janvier 2006, cette analyse repose sur la ventilation fournie par l'ancienne version du taux de chômage au sens "strict" (cf. définition avant retrait des personnes bénéficiaires d'une affectation temporaire indemnisée (ATI)).

<sup>25</sup> Ce taux de chômage correspond à la nouvelle définition en vigueur depuis le premier janvier 2006.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 33 : TAUX DE CHÔMAGE AU SENS "STRICT" (EN POURCENTAGE DE LA POPULATION ACTIVE)**



Source : ADEM

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS<sup>26</sup>, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 3,5% au cours de l'année 2005, en accélération par rapport à l'année précédente (3,1%). La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que la contribution plus substantielle de l'indexation automatique des salaires (2,5 pp après 2,1 pp en 2004) est à l'origine de cette escalade, la contribution des "autres composantes" étant demeurée inchangée à hauteur de 1,0 pp.

Les principaux faits, susceptibles de modérer l'évolution de cet indicateur de coûts salariaux au cours de l'année 2006, résultent d'une part de la modification du mécanisme d'indexation par le gouvernement, qui consiste à reporter discrétionnairement à décembre 2006 l'application de la tranche indiciaire qui aurait dû échoir au cours du troisième trimestre 2006 et, d'autre part, de la politique de modération salariale annoncée par le gouvernement dans le secteur public qui pourrait de surcroît déteindre sur d'autres secteurs de l'économie.

**TABLEAU 20 : 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
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
2005	2,5	1,0	3,5
<b>Trimestres</b>			
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
2005T3	2,5	1,3	3,8
2005T4	2,5	1,2	3,7

Source : IGSS

<sup>26</sup> IGSS: Inspection Générale de la Sécurité Sociale.

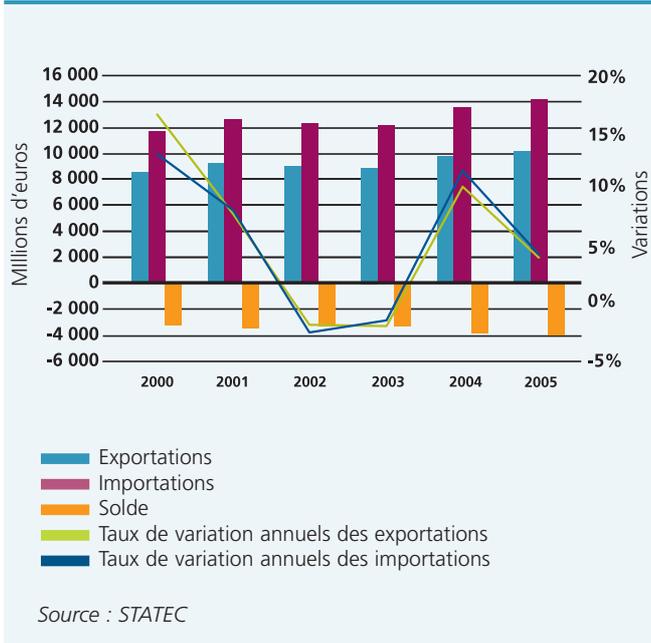
### 1.2.6 Le commerce extérieur

Au cours de l'année 2005, le commerce extérieur du Luxembourg a poursuivi son redressement entamé en 2004, après deux années (2002-2003) de baisse consécutive. Soutenues par la vigueur de la demande internationale (hors zone euro), les exportations de biens ont dépassé la barre des 10 milliards d'euros en 2005, soit une croissance de 4,5% par rapport à l'année 2004. Les importations de biens ont suivi la même tendance haussière en totalisant environ 14 milliards sur toute l'année 2005, soit une progression (4,6%) légèrement supérieure à celle des exportations. Le déficit commercial du Luxembourg a de ce fait augmenté de 4,9% en 2005 pour approcher la barre des 4 milliards d'euros. Les dernières données disponibles montrent une aggravation de 7% du déficit commercial à 992 millions d'euros au premier trimestre de l'année 2006 et ce malgré une croissance relativement forte (8,9%) des exportations de biens comparée à celle des importations (8,4%).

Si les exportations ont dans l'ensemble enregistré une performance relativement bonne, les livraisons de produits sidérurgiques, qui représentent habituellement un tiers des exportations du Luxembourg, ont accusé un recul de 3,1% en 2005 suite à la faiblesse de la demande dans certains pays de la zone euro. La faiblesse des ventes du secteur sidérurgique a néanmoins été plus que compensée par la bonne tenue des exportations de toutes les autres catégories de biens. Parmi ces dernières, les "machines et équipements" et les "autres articles manufacturés classés d'après la matière première" ont apporté les contributions les plus significatives. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux montre que les livraisons à destination de la zone euro ont accusé un léger recul de 0,5% à 7,5 milliards d'euros (soit 74% de toutes les exportations de 2005). Cette stagnation s'explique surtout par la réduction des ventes vers la France (-9,8%) et vers la Belgique (-0,3%) qui représentent ensemble près d'un tiers des exportations luxembourgeoises. En revanche, soutenues par une conjoncture économique très favorable, les exportations vers les principaux marchés hors zone euro se sont bien portées. Les augmentations significatives ont concerné les exportations à destination des Etats-Unis (+30%), du Japon (+8%) et des pays émergents d'Asie (+40,5%).

La progression de 4,6% enregistrée par les importations de biens au cours de l'année 2005 s'explique essentiellement par les approvisionnements en produits pétroliers (+32,9%), les acquisitions de "machines et équipements" (+7,9%) et de "matériel de transport" (+7,8%). Les catégories de biens dont les importations ont reculé en 2005 ont touché essentiellement les consommations intermédiaires de l'industrie en général et du secteur sidérurgique en particulier. Par ailleurs, les importations en provenance de tous les partenaires commerciaux ont augmenté, à l'exception de celles venant de France et du Japon qui ont baissé respectivement de 10% et de 20,7%. Les importations en provenance de la zone euro, qui ont représenté 86% de toutes les importations en 2005, ont progressé à un rythme relativement modéré (+2,9%). Les hausses les plus significatives ont affecté les importations en provenance des pays d'Europe de l'Est (34,6%), des Etats-Unis (+6,4%), et des pays émergents d'Asie (+5,1%).

GRAPHIQUE 34 : COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG



## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### 1.2.7 La balance des paiements

#### 1.2.7.1 Compte courant

En 2005, la balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 2,85 milliards d'euros, ce qui représente 9,7% du PIB de la même année. Ce résultat est quasiment identique à celui dégagé au cours de l'année précédente. La stabilité du surplus courant masque néanmoins des évolutions divergentes au niveau de différentes composantes de la balance courante qui se sont largement compensées. En effet, la nette amélioration de l'excédent des services, qui a atteint 12,4 milliards d'euros en 2005 (contre 10 milliards en 2004), contraste fortement avec la détérioration sensible des déficits des marchandises et des revenus. Ces deux déficits ont totalisé ensemble 8,4 milliards d'euros en 2005 contre 6 milliards en 2004, soit une aggravation de 38%. Le solde négatif des transferts courants est quant à lui demeuré stable à environ 1 milliard d'euros.

L'amélioration substantielle (+23,5%) de l'excédent des services s'explique en grande partie par la performance des services financiers dont le surplus a augmenté d'environ 30% à 9,4 milliards d'euros sur l'année 2005 contre 7,2 milliards en 2004. Cette évolution très favorable est essentiellement due à l'embellie du secteur des organismes de placement collectif (OPC) dont la gestion génère d'importantes commissions aux dépositaires résidents. Parmi les autres services, la hausse de 25% enregistrée par les activités de transport s'explique surtout par la bonne tenue du fret aérien et par la hausse des prix de ces services à la suite du renchérissement du pétrole. En revanche, le solde de la rubrique "voyages" a nettement reculé, en dépit de nombreuses arrivées dans le contexte de la "présidence luxembourgeoise", partiellement sous l'effet de la réduction des ventes de cigarettes aux particuliers non-résidents.

La balance des marchandises s'est soldée par un déficit de 3,4 milliards d'euros sur toute l'année 2005, en hausse de 22% par rapport à l'année précédente. La forte hausse (+28%) des ventes de gasoil routier aux transporteurs professionnels non-résidents n'a pas suffi à compenser le traditionnel déficit des "marchandises générales" auquel se sont ajoutées les acquisitions nettes d'or non-monétaire.

Le déficit de la balance des revenus s'est élevé globalement à 5 milliards d'euros en 2005 contre 3,3 milliards en 2004. Cette importante aggravation (51%) reflète en grande partie le déficit des rémunérations versées aux travailleurs frontaliers qui a poursuivi sa hausse en totalisant 4,3 milliards d'euros en 2005 contre 3,8 milliards en 2004.

La croissance régulière du nombre des frontaliers travaillant au Luxembourg ainsi que la hausse des salaires moyens sont à la base de cette évolution. A cela s'ajoute la détérioration du revenu des investissements qui s'est soldé par un déficit de 749 millions d'euros en 2005 comparé à un surplus de 514 millions l'année précédente. Cette dernière évolution s'explique premièrement par les versements de dividendes à l'étranger effectués par certaines grandes entreprises résidentes. Deuxièmement, alors que le secteur bancaire a maintenu sa marge sur intérêts au même niveau qu'en 2004, l'augmentation en 2005 des autres engagements (hors parts émises) des OPC non monétaires vis-à-vis de l'étranger a occasionné une hausse des intérêts payés et par delà une réduction du solde du revenu des autres investissements.

#### 1.2.7.2 Compte financier

Au cours de l'année 2005, les flux du compte financier se sont soldés par une exportation nette de capitaux de 2,9 milliards d'euros, soit un montant quasi identique à celui enregistré en 2004. Toutefois, au niveau des différentes composantes du compte financier, on note d'importantes différences d'ampleur des flux recensés entre 2005 et 2004. Du côté des engagements de portefeuille tout comme pour la zone euro, les souscriptions aux titres luxembourgeois par des non-résidents ont fortement augmenté en 2005, totalisant 254 milliards d'euros contre 111 milliards l'année précédente. Toutefois pour le Luxembourg, ces importantes entrées sont dominées essentiellement par l'investissement net des non-résidents dans les parts d'OPC de droit luxembourgeois. Par ailleurs, même si leur part est restée négligeable, les entrées liées aux émissions d'obligations ont presque doublé de volume en 2005 (31 milliards d'euros) par rapport à l'année 2004 (16 milliards). Une grande partie de toutes ces entrées a été réinvestie à l'étranger, comme le montrent les flux recensés du côté des avoirs de portefeuille. A la faveur de la reprise des marchés boursiers internationaux, les résidents luxembourgeois ont ainsi acquis des titres étrangers pour un montant total de 211,7 milliards d'euros en 2005 (contre 69,7 milliards en 2004,) dont près de la moitié sous forme de placements en titres de créance. Pour ces derniers, le Luxembourg a enregistré des sorties nettes, exactement comme pour la zone euro dans son ensemble, en raison des taux de rendements relativement élevés hors zone euro. Au total, le solde des flux d'investissements de portefeuille du Luxembourg s'est élevé à 42 milliards d'euros en 2005, soit presque le même niveau qu'en 2004, bien que les flux bruts aient fortement divergé (par leur ampleur) entre les deux périodes.

Les flux d'investissements directs ont poursuivi en 2005 leur tendance baissière observée depuis le pic de 2002. Les transactions réalisées par des sociétés luxembourgeoises à l'étranger ont en effet baissé de 36% pour atteindre 42 milliards d'euros sur toute l'année 2005. De même, les entreprises étrangères ont réduit de 43% leurs investissements directs au Luxembourg, qui ont totalisé 35 milliards d'euros en 2005 contre 62 milliards l'année précédente. Cette tendance baissière, observée tant pour les flux sortants que pour les flux entrants, contraste fort en 2005<sup>27</sup> avec la zone euro en particulier et en général avec l'environnement international caractérisé par une envolée des fusions et acquisitions transfrontalières. Toutefois, il convient de noter que les flux d'investissement direct du Luxembourg concernent, à plus de 80%, des prises de participation impliquant des sociétés holdings résidentes.

Ces opérations ayant souvent une nature purement financière et/ou fiscale, leur tendance baissière ne traduit pas forcément une évolution défavorable au niveau de l'attractivité ou de la conjoncture économique du Luxembourg.

Pour toute l'année 2005, les flux d'autres investissements ont enregistré des sorties nettes d'environ 36 milliards d'euros, compensant largement les entrées nettes d'investissements de portefeuille. Les sorties nettes d'autres investissements ont impliqué les "autorités monétaires" (transactions intra-Eurosystème liées à la politique monétaire) à concurrence de 4 milliards d'euros ainsi que les "autres secteurs" qui ont largement augmenté (35,7 milliards) leurs créances nettes envers les non-résidents. Comme dans l'ensemble de la zone euro, les institutions financières monétaires (hors BCL) résidant au Luxembourg ont en revanche enregistré des entrées nettes de 3,7 milliards, dues à une hausse des dépôts des non-résidents.

**TABLEAU 21 : BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG<sup>1</sup>**

Unité : Million EUR	2004			2005		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>90 803</b>	<b>87 952</b>	<b>2 851</b>	<b>104 537</b>	<b>101 682</b>	<b>2 855</b>
Marchandises	10 990	13 763	-2 772	11 586	14 977	-3 391
Services	26 691	16 689	10 002	32 339	19 987	12 352
Revenus	49 555	52 884	-3 329	56 755	61 792	-5 038
Transferts courants	3 567	4 618	-1 051	3 857	4 926	-1 069
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>26</b>	<b>218</b>	<b>-191</b>	<b>27</b>	<b>159</b>	<b>-132</b>
	<b>Avoirs</b>	<b>Engagements</b>	<b>Net</b>	<b>Avoirs</b>	<b>Engagements</b>	<b>Net</b>
<b>COMPTE FINANCIER<sup>2</sup></b>			<b>-2 836</b>			<b>-2 951</b>
<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS<sup>3</sup></b>	<b>-65 769</b>	<b>62 186</b>	<b>-3 583</b>	<b>-42 135</b>	<b>35 184</b>	<b>-6 951</b>
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-57 856	54 143	-3 713	-34 926	27 848	-7 077
Autres opérations, Prêts intragroupes	-7 913	8 043	130	-7 210	7 336	127
<b>INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE</b>	<b>-69 713</b>	<b>111 213</b>	<b>41 500</b>	<b>-211 684</b>	<b>254 025</b>	<b>42 340</b>
Titres de participation	-36 454	97 076	60 623	-100 190	221 248	121 058
Titres de créance	-33 259	14 136	-19 123	-111 494	32 777	-78 718
<b>PRODUITS FINANCIERS DERIVÉS</b>			<b>-2 542</b>			<b>-2 261</b>
<b>AUTRES INVESTISSEMENTS</b>	<b>-92 971</b>	<b>54 766</b>	<b>-38 205</b>	<b>-173 370</b>	<b>137 252</b>	<b>-36 118</b>
<b>AVOIRS DE RÉSERVE</b>			<b>-5</b>			<b>39</b>
<b>Erreurs et omissions</b>			<b>176</b>			<b>228</b>

<sup>1</sup> Chiffres provisoires ; des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

<sup>2</sup> Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie ; pour les avoirs des réserves, un signe positif correspond à une diminution, alors qu'un signe négatif correspond à une augmentation des avoirs.

<sup>3</sup> Investissements directs : les avoirs se réfèrent aux investissements directs du Luxembourg à l'étranger et les engagements aux investissements directs de l'étranger au Luxembourg.

Sources : BCL, STATEC

<sup>27</sup> Cette tendance baissière pour l'année 2005 mérite toutefois d'être relativisée en raison du caractère très provisoire des données de cette période. Un grand nombre de transactions en nature, publiées au Mémorial C, ne sont à ce stade pas encore intégrées dans les chiffres.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

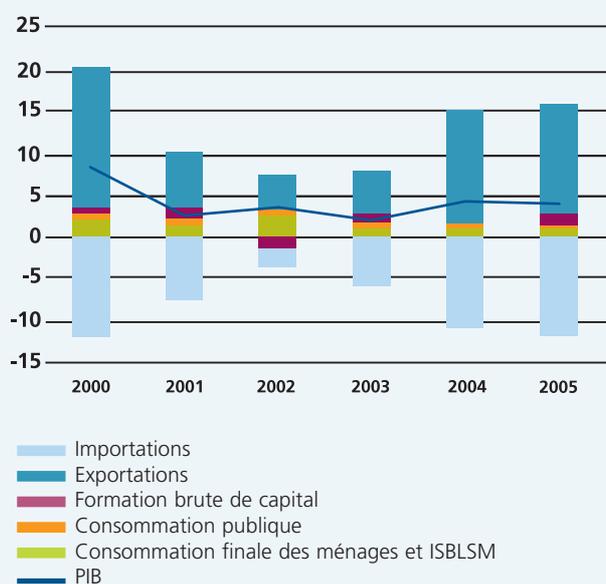
### 1.2.8 La croissance économique et les projections macro-économiques

#### 1.2.8.1 Croissance économique

La première estimation de la comptabilité nationale pour l'année 2005 dresse l'image d'une stabilisation de la croissance en moyenne annuelle (4,0% après 4,2% en 2004).

L'évolution a été particulièrement favorable dans le domaine des exportations de services (+12%), due en bonne partie à la forte demande étrangère adressée au secteur financier, dont la croissance de la valeur ajoutée a été de 15% en 2005 par rapport à 11% en 2004. Ainsi, bien que les exportations de biens aient connu une année nettement moins dynamique (+0,7%), la contribution des exportations (biens et services confondus) à la croissance réelle du PIB a été très forte et dépasse les 13 points de pourcentage.

GRAPHIQUE 35 : CONTRIBUTION DES DIFFÉRENTS AGRÉGATS À LA CROISSANCE RÉELLE DU PIB (EN P.P.)



Source : STATEC

Du côté de la demande interne, les chiffres pour la consommation privée témoignent d'un comportement de dépense assez prudent des ménages résidents (+1,8%), ceci malgré une bonne conjoncture générale du côté de l'emploi total (+2,9%) comme de l'emploi national (+1,6%). Face à un chômage en augmentation, à une croissance économique toujours loin des taux records de la fin de la dernière décennie, ainsi qu'à la détérioration du solde des administrations publiques et aux discussions traitant de la compétitivité de l'économie nationale, les consommateurs semblent avoir jugé approprié un comportement marqué par un certain attentisme. La consommation finale des administrations publiques a pour sa part encore décéléré en 2005 (+2,5% après 3,0% et 4,5% respectivement en 2004 et 2003).

Par contre, les investissements publics évoluent au même rythme - relativement élevé (autour de 7% en termes réels) - que la formation brute de capital (FBC) au niveau de l'économie entière. Il faut admettre que la formation brute de capital fixe par les entreprises a été assez faible, de sorte que la contribution à la croissance de la FBC (1,5 p.p.) est due pour deux tiers aux variations des stocks. Les investissements en immeubles non-résidentiels ont été plutôt faibles, tandis que le haut niveau de l'investissement résidentiel par les ménages contraste avec leurs dépenses de consommation peu dynamiques.

Au total, la demande interne a contribué pour 2,8 p.p. à la croissance.

Les exportations ainsi que la demande interne ont entraîné la forte progression des importations (surtout de services), qui, vu leur poids important (127% du PIB<sup>28</sup>) correspondaient à une contribution négative importante à la croissance de l'ordre de -12 p.p.

<sup>28</sup> Les exportations de biens et services quant à eux correspondent à quelques 149% du PIB.

**TABLEAU 22 : ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX AGRÉGATS MACRO-ÉCONOMIQUES  
(TAUX DE VARIATION ANNUEL - À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS)**

	Taux de variation annuels <sup>1</sup>						Contributions à la croissance réelle du PIB					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Consommation privée	5,0	3,4	6,0	2,4	2,5	2,3	2,1	1,4	2,5	1,0	1,1	1,0
Consommation publique	4,7	6,1	4,5	4,5	3,0	2,5	0,7	0,9	0,7	0,7	0,5	0,4
Formation brute de capital	3,4	5,5	-6,0	5,1	0,5	7,1	0,8	1,3	-1,5	1,1	0,1	1,5
Demande intérieure	4,5	4,5	2,1	3,6	2,1	3,7	3,6	3,6	1,8	2,8	1,6	2,8
Importations	10,5	6,0	1,8	4,9	9,8	9,4	-12,1	-7,8	-2,3	-6,0	-11,1	-12,0
Exportations	12,6	4,5	2,8	3,7	10,2	8,9	16,9	6,7	4,2	5,2	13,7	13,2
Exportations nettes	27,4	-5,1	10,2	-4,4	12,9	5,0	4,8	-1,1	1,9	-0,8	2,6	1,2
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>8,4</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>2,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>						
Déflateur du PIB	2,0	0,1	2,7	4,8	1,0	4,2						
Emploi salarié	5,9	5,9	3,0	1,9	2,4	2,9						
Emploi total	5,6	5,5	2,9	1,8	2,3	2,9						
Coût salarial moyen total	5,3	3,5	3,9	1,8	4,6	4,2						
Productivité du travail	2,7	-2,9	0,7	0,2	1,9	1,1						
Coût unitaire du travail	2,5	6,5	3,2	1,6	2,7	3,1						
Marge de profit	-0,5	-6,4	-0,5	3,1	-1,7	1,1						

<sup>1</sup> Etant donné que pour l'année 2004, les chiffres annuels de la comptabilité nationale diffèrent pour certains agrégats de ceux de la comptabilité nationale à fréquence trimestrielle et puisque pour l'année 2005 des chiffres à fréquence annuelle ne sont pas encore disponibles, nous avons choisi de présenter, ainsi que pour 2004, les taux de croissance basés sur les chiffres trimestriels.

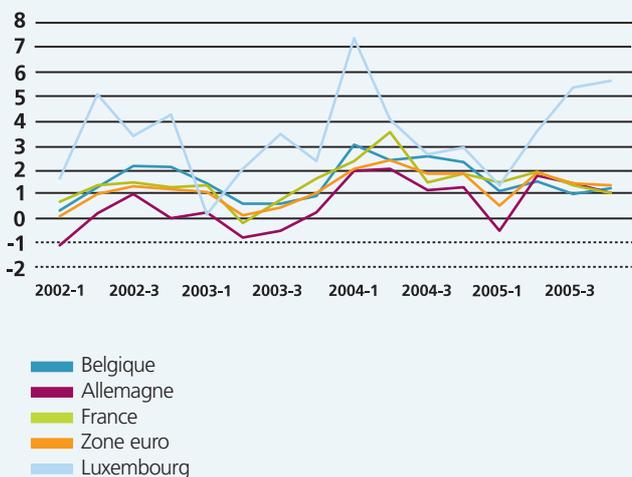
Source : STATEC

Si en moyenne annuelle, les années 2004 et 2005 semblent avoir été marquées par une croissance presque égale, les comptes trimestriels montrent néanmoins que l'évolution intra-annuelle de l'activité économique a été fort variable et divergente pour les deux années. Tandis que l'année 2004 avait connu une forte croissance dans le premier trimestre, l'activité a décéléré au cours de l'année (voir graphique). L'année 2005 affiche un profil opposé : l'activité n'a cessé de s'accélérer pour atteindre, au dernier trimestre, un taux de croissance de 5,7%.

En comparaison internationale, le Luxembourg se positionne assez favorablement, à l'exception peut-être du premier trimestre 2005, mais il convient de garder à l'esprit que dans une économie très petite et très ouverte, la croissance a tendance à être plus volatile, entre autres suite à l'influence que peuvent avoir sur le résultat global des événements isolés n'affectant peut-être qu'une seule entreprise de grande taille. De plus, les comptes trimestriels ne sont élaborés pour le Luxembourg que depuis peu de temps, ce qui rend nécessaire une certaine prudence dans l'interprétation de ces chiffres, qui sont aussi sujets à des révisions.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 36 : CROISSANCE RÉELLE DU PIB EN COMPARAISON INTERNATIONALE (TAUX ANNUELS DES AGRÉGATS TRIMESTRIELS)**



Sources : STATEC, Eurostat

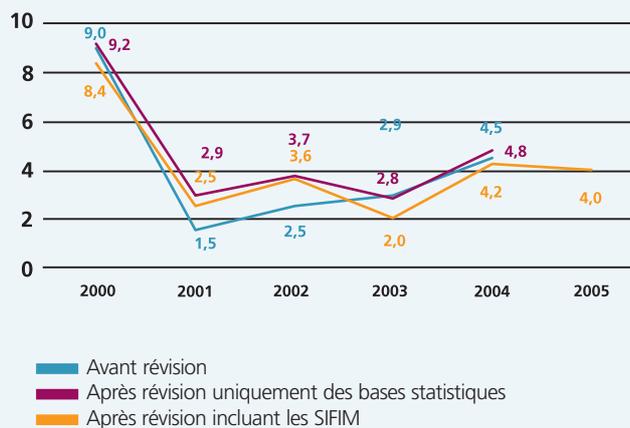
Dans le même contexte, il est utile de rappeler la grande révision en 2005 de la comptabilité nationale couvrant la période à partir de 1995, suite à la fois à une révision des bases statistiques et à une révision méthodologique du traitement des services financiers.

Les services financiers touchés par cette révision de la méthodologie sont les SIFIM (Services d'intermédiation financière indirectement mesurés). Il s'agit en fait du revenu généré par la marge d'intérêts et qui correspond à la différence entre les taux accordés sur des dépôts bancaires et les taux perçus sur les prêts accordés. Ce revenu constitue une production du secteur bancaire, mais comporte la spécificité qu'il ne résulte pas d'une facturation directe, et qu'il n'est donc pas aisé d'estimer. Dans le passé, cette production était entièrement traitée comme servant à une consommation intermédiaire et, par conséquent, elle était neutre pour le niveau comme pour la croissance du PIB.

Suite à la révision, cette production est désormais répartie selon son utilisation effective : soit comme consommation intermédiaire (si le client est une entreprise résidente), soit comme consommation finale (lorsque le client est un ménage résident) ou bien comme exportation (lorsque le client est une unité non-résidente). Les deux dernières utilisations influent sur le PIB.

Il est intéressant de constater que le profil de croissance de l'économie nationale après ces révisions ne correspond pas à celui d'avant : suite aux révisions, il s'avère que le creux de la conjoncture a eu lieu en 2003 et non pas en 2001 tel que les données l'avaient initialement laissées croire. Ce résultat n'est pas dû au traitement modifié des SIFIM, comme le montre le graphique, mais est causé par la révision des bases statistiques. Ainsi la perception, basée sur les chiffres initialement publiés, que l'économie nationale commençait à regagner de la vitesse dès 2002 semble erronée, étant donné l'existence d'un nouveau "creux" en 2003.

**GRAPHIQUE 37 : CROISSANCE RÉELLE DU PIB AVANT ET APRÈS LA RÉVISION**



Source : STATEC

## Endettement des ménages au Luxembourg

### Introduction

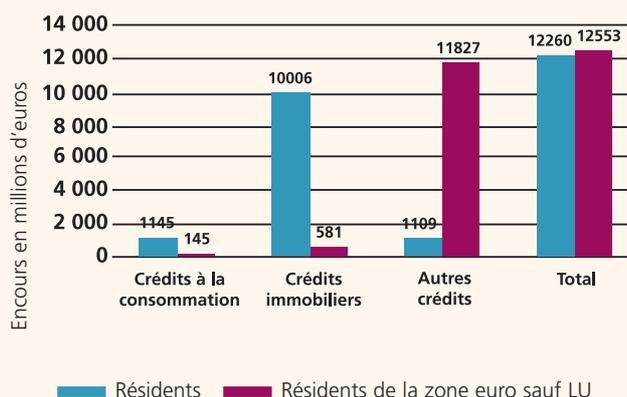
Depuis quelque temps, en réponse notamment à la flambée des prix de l'immobilier, les établissements de crédits de la place financière proposent des financements avec des échéances initiales dépassant de cinq, voire même de 10 ans, l'échéance "traditionnelle" de 20 ans. De plus, souvent les deux membres d'un jeune couple marié doivent poursuivre une occupation salariée afin de faire face aux échéances mensuelles de leurs crédits bancaires.

Doit-on voir dans cette évolution les signes d'un endettement croissant, voire excessif des ménages au Grand-Duché? C'est ce que cet encadré propose de discuter, à travers un aperçu macroéconomique de l'endettement des ménages luxembourgeois.

### Le marché du crédit au Luxembourg

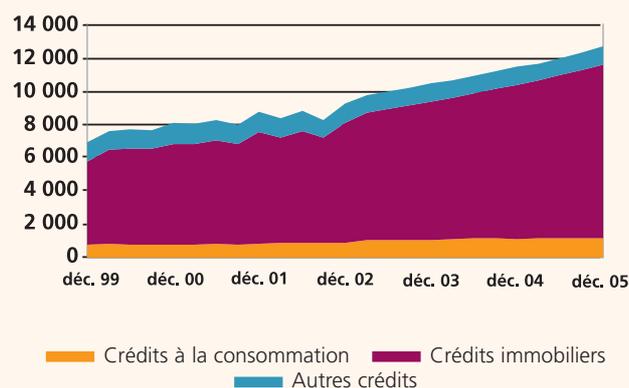
Bien que l'activité de crédit de la place financière du Luxembourg ait cédé son rôle prépondérant à l'activité de banque dépositaire d'organismes de placements collectifs, pour l'essentiel des activités de hors bilan, son importance est aujourd'hui toujours significative. Sur une somme de bilan des établissements de crédit résidents de 792 420 millions d'euros fin 2005, les encours des créances à l'actif s'élevaient à 552 530 millions d'euros, dont 397 266 millions d'euros de créances interbancaires. Les crédits accordés au secteur des ménages<sup>29</sup> de la zone euro s'élevaient fin 2005 à 24 813 millions d'euros et ne représentaient donc qu'une part marginale de cette activité.

**GRAPHIQUE 38 : CRÉDITS ACCORDÉS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT RÉSIDENTS AUX MÉNAGES EN DÉCEMBRE 2005**



Source : BCL

**GRAPHIQUE 39 : ÉVOLUTION DE LA DETTE DU SECTEUR DES MÉNAGES RÉSIDENTS**



Sources : CPEP et BCL

Si le marché du crédit avec les ménages de la zone euro est réparti à parts pratiquement égales entre la clientèle résidente (12 260 millions d'euros) et la clientèle des autres Etats membres de la zone euro (12 553 millions d'euros), il en va tout autrement de la ventilation par type de crédit. En effet, parmi les crédits accordés aux ménages, il faut distinguer trois grandes catégories, à savoir les crédits immobiliers, les crédits à la consommation ainsi que les autres crédits. Tandis que les ménages résidents ont essentiellement recours au crédit pour investir dans la construction et la rénovation d'immeubles, les ménages des autres Etats membres de la zone euro empruntent auprès des banques luxembourgeoises généralement pour réaliser des investissements financiers. Ces crédits entrent alors dans la catégorie des "Autres crédits".

Durant la période allant de décembre 1999 à décembre 2005, la dette des ménages résidents est passée de 6 919 à 12 673 millions d'euros, ce qui équivaut à une croissance de 83%. Cette évolution se traduit par un accroissement de 46% des crédits à la consommation, de 109% des crédits immobiliers<sup>30</sup> et d'un recul des autres crédits de 3%. Au cours du premier trimestre de l'année 2006, la progression de l'endettement des ménages au Luxembourg s'est poursuivie pour atteindre un volume de 12 985 millions d'euros.

<sup>29</sup> Le secteur des ménages comprend également les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM), dont le poids est supposé marginal.

<sup>30</sup> Ce montant tient compte des crédits immobiliers consentis par la Caisse de pension des employés privés (CPEP).

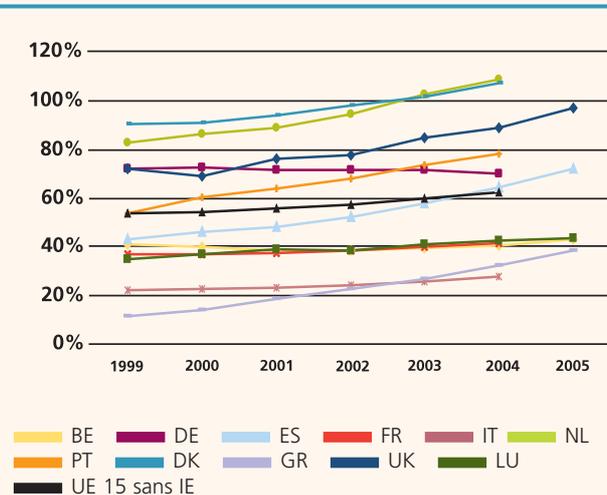
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

De nombreux facteurs ont contribué à cet accroissement de la dette, notamment l'évolution démographique<sup>31</sup>, la montée des prix immobiliers ou du revenu disponible des ménages. Il est évident que le niveau relativement bas du taux directeur de l'Eurosystème avec un seuil de 2% pendant la période de juin 2003 à décembre 2005 constitue un autre élément explicatif à cette évolution, sachant que pour les catégories des crédits immobiliers et autres crédits, les contrats à taux variables sont de loin prépondérants. Le recul des encours des autres crédits pourrait refléter l'enthousiasme des ménages pour les investissements boursiers en 1999 et 2000 et leur réticence suite au déclin subséquent de ces valeurs.

### Endettement des ménages résidents par rapport au Produit intérieur brut

La tendance des ménages à s'endetter, notamment pour financer leur logement, se trouve accentuée lorsque l'environnement économique est favorable. Ce dernier est souvent appréhendé par des indicateurs comme le Produit intérieur brut (PIB) ou le taux de chômage. Le Luxembourg a connu et connaît encore une croissance du PIB parmi les plus élevés en Europe ainsi qu'un taux de chômage encore relativement bas. Cela est donc de nature à favoriser un niveau élevé de l'endettement des ménages.

**GRAPHIQUE 40 : ENDETTEMENT TOTAL DES MÉNAGES PAR RAPPORT AU PRODUIT INTÉRIEUR BRUT**



Sources : EUROSTAT, STATEC, CPEP et BCL

Le rapport de la dette des ménages luxembourgeois au PIB a progressé de 8,4 points de pourcentage pendant la période allant de fin 1999 à 2005 pour se situer à 43,2%. Le graphique ci-contre confirme une tendance ascendante de l'endettement des ménages en Europe, à l'exception de l'Allemagne qui connaît une tendance légèrement descendante. En se basant sur le Revenu national brut (RNB) du Luxembourg, qui corrige le PIB pour la part de la rémunération des salariés payée aux frontaliers, le rapport de la dette des ménages au RNB a progressé de plus de 10 points de pourcentage pour atteindre un niveau de 52,2%. A titre d'information, on peut préciser que le PIB du Luxembourg est passé de 19,9 à 29,3 milliards d'euros pendant la période considérée, tandis que le RNB a progressé de 17,9 à 23,3 milliards d'euros.

En terme de PIB par habitant, le Luxembourg est souvent considéré parmi les pays les plus riches du monde. Dans le cas du Grand-Duché, cet indicateur est toutefois soumis à un biais dont l'incidence analytique est relativement forte ; il concerne la prise en compte des travailleurs non-résidents (frontaliers) qui contribuent par leur activité professionnelle à la création de richesse, mais dont l'effectif n'entre pas dans le calcul du PIB par habitant<sup>32</sup>.

### Endettement des ménages résidents par rapport au revenu disponible

Outre le PIB par habitant, le revenu disponible des ménages est un autre indicateur qui permet d'évaluer si leur niveau d'endettement est soutenable. Cependant, cet indicateur n'est pas disponible dans les chiffres des comptes nationaux luxembourgeois. Une approximation du revenu disponible des ménages peut être construite en sommant la rémunération des salariés et les transferts sociaux aux ménages et en retranchant les cotisations sociales et les impôts sur les revenus des personnes physiques<sup>33</sup>. Cette opération ne produit qu'un indicateur partiel du revenu disponible des ménages résidents parce qu'elle néglige les revenus du travail des indépendants et les revenus du capital<sup>34</sup>. Par conséquent, cet indicateur du revenu disponible des ménages est vraisemblablement biaisé vers le bas.

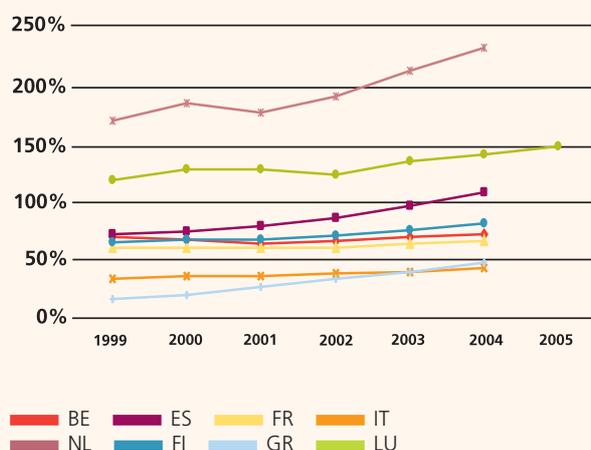
<sup>31</sup> L'évolution démographique du Grand-Duché fut marquée entre 1994 et 2004 par un accroissement de 50 700 habitants, correspondant à une augmentation de 4 610 personnes par an. De 1999 à 2004, l'augmentation a été de 22 400 personnes pour atteindre un niveau de 451 600 habitants. Ce mouvement s'explique par un solde naturel et surtout un solde migratoire positifs pendant toute la période considérée.

<sup>32</sup> Dans le bulletin de la BCL 2005/2, p.34, un encadré a été dédié à l'analyse du PIB par tête et d'autres indicateurs de niveau de vie. Pour 2004, le PIB par habitant (56 800 euros), un PIB p.h. ajusté pour l'impact des frontaliers (36 600 euros) et un PIB p.h., en standard de pouvoir d'achat (pouvoir d'achat de la monnaie du pays en question - pour un euro), ajusté (32 100 euros) parmi d'autres ont été calculés et comparés au niveau de la zone euro. Pour nos besoins ici, l'échelle du niveau d'endettement devrait être plus élevée, la tendance à un endettement accentué pour la période 1999-2005 cependant comparable.

<sup>33</sup> Pour tenir compte de l'importante part des frontaliers, il faut ajuster les montants des cotisations sociales et des impôts, en retenant l'hypothèse que la part des non-résidents dans ces montants est la même que leur part dans la rémunération des salariés. La part des prestations sociales payée à des non-résidents a également été retranchée. Il faut également ajouter la rémunération des fonctionnaires européens qui sont résidents, mais sont censés travailler à l'étranger, étant donné que les unités institutionnelles qui emploient ces personnes sont classées non-résidentes. Pour le Luxembourg, l'application de ce concept du Système européen des comptes (SEC95) vaut considération compte tenu de leur nombre important par rapport au reste de la population ainsi que de leur pouvoir d'achat élevé.

<sup>34</sup> Selon les informations du panel PSELL, les revenus du capital (revenus mobiliers et immobiliers) représentaient 4,8% du revenu total des ménages en 1999 et 4,6% en 2000 (CEPS, Population & Emploi 4/2001 et 1/2002).

**GRAPHIQUE 41 : ENDETTEMENT DES MÉNAGES EN FIN DE PÉRIODE PAR RAPPORT AU REVENU DISPONIBLE NET**



Sources : Données EUROSTAT, STATEC, CPEP et BCL, estimations BCL

**TABLEAU 23 : ÉVOLUTION ANNUELLE DES INDICATEURS**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Endettement p.h.</b>	15,16%	6,63%	4,66%	12,00%	8,61%	9,8%
<b>Revenu disponible p.h.</b>	6,95%	6,82%	7,93%	2,58%	4,24%	4,17%
<b>Taux d'endettement des ménages</b>	7,68%	-0,18%	-3,03%	9,18%	4,19%	5,41%

Sources : STATEC, CPEP et BCL, calculs BCL

Le taux d'endettement, rapportant l'endettement au revenu disponible, fait apparaître une situation financière des ménages résidents plus tendue que la comparaison au PIB ne le laissait entendre. L'analyse de la variation annuelle des indicateurs particuliers (Tableau 23) permet une considération plus nuancée du graphique précédent en ce qui concerne le Luxembourg.

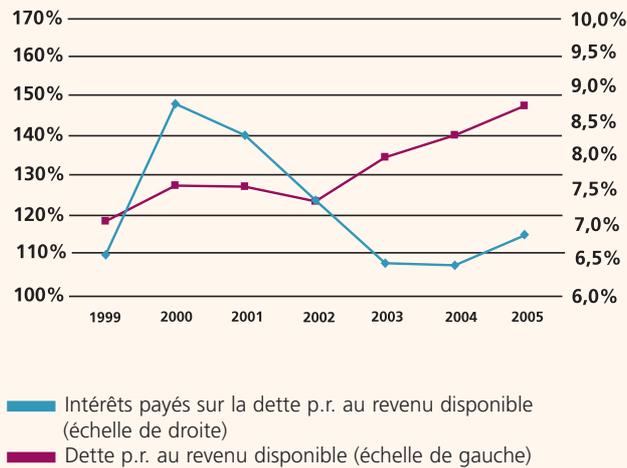
Après un accroissement prononcé en 2000, l'endettement des ménages résidents a décéléré en 2001 et 2002 pour reprendre une certaine vigueur les années suivantes. Des éléments explicatifs peuvent être l'incertitude qui régnait sur les marchés financiers après le dégonflement de la bulle spéculative et les attentats du 11 septembre 2001 dont l'impact a également pesé sur la croissance économique.

En Europe, l'endettement des ménages<sup>35</sup> a progressé, en moyenne, de 8,7% en 2004 après 6,2% en 2003. Il s'élevait à 16 337 euros par habitant (p.h.) fin 2004. Le Danemark (39 794 euros p.h.) et les Pays-Bas (32 812 euros p.h.) sont les pays qui affichent le niveau d'endettement des ménages le plus élevé, tandis que la Grèce et l'Italie sont les pays où les ménages ont été le moins endettés avec respectivement 4 659 euros et 6 598 euros par habitant. Avec 25 313 euros, soit 55% au-dessus de la moyenne européenne, le Luxembourg a occupé en 2004 la 4<sup>e</sup> place dans l'Europe des 15, suivant de près le Royaume-Uni.

<sup>35</sup> Dans le bulletin N°144 de décembre 2005, la Banque de France a publié les résultats d'une étude comparative sur l'endettement des ménages en Europe, menée par l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE).

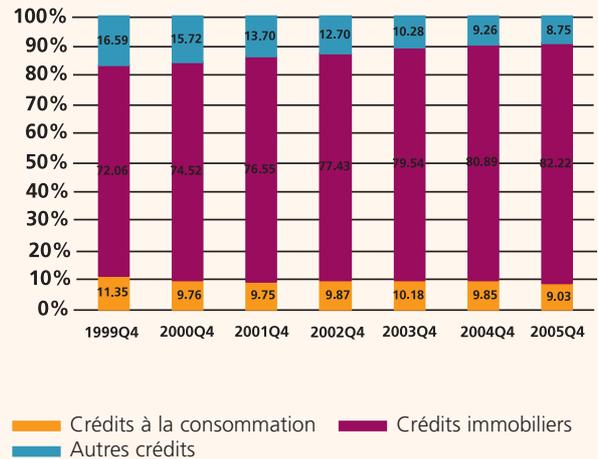
## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**GRAPHIQUE 42 : ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT EN FIN DE PÉRIODE DES MÉNAGES LUXEMBOURGEOIS ET DU PAIEMENT D'INTÉRÊTS SUR LA DETTE PAR RAPPORT AU REVENU DISPONIBLE**



Sources : Données CSSF, CPEP et BCL, estimations BCL

**GRAPHIQUE 43 : VENTILATION PAR TYPE D'EMPRUNT DE L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES**



Sources : CPEP et BCL

En 2005, la part du revenu disponible réservée au paiement d'intérêts a légèrement augmenté pour s'établir à 6,75%. Cela, dans le sillage d'un recours à l'endettement des ménages résidents en hausse de 10,87% (9,41% en 2004) tandis que la croissance du revenu disponible des ménages, qui a atteint 5,18%, évoluait pratiquement au même niveau qu'en 2004 (5,01%). Cet accroissement de la part du revenu disponible réservée au paiement d'intérêts s'explique également par une adaptation en cours d'année, par les établissements de crédits résidents, des conditions de prêts pour les contrats nouveaux, en anticipation d'un relèvement du taux directeur de l'Eurosystème qui est intervenue en fin d'année.

Cette évolution constitue un possible retournement par rapport à la tendance observée durant les périodes précédentes. En effet, en 2000, la part du revenu disponible que les ménages résidents ont utilisé pour les paiements d'intérêts sur leurs dettes<sup>36</sup> s'est élevée à 8,8%. Les années suivantes, celle-ci n'a cessé de diminuer pour se stabiliser en 2003 et 2004 à un niveau de 6,4% environ<sup>37</sup>. Considérant la croissance continue de l'endettement des ménages, cette évolution s'explique en grande partie par la baisse du taux directeur de l'Eurosystème depuis mai 2001. L'effet de ces décisions de politique monétaire est d'autant plus directe pour les ménages que la part des crédits à taux variable est importante. De 1999 à 2000, le saut de plus de deux points de pourcentage de l'indicateur s'explique notamment par un accroissement de 16,8% de la dette des ménages et par un relèvement du taux de refinancement de la BCE de 1,75 points de pourcentage à 4,75%.

### Structure de l'endettement des ménages

En 2004, le crédit à l'habitat a représenté 61,1% de l'endettement des ménages en Europe et a progressé suivant un rythme plus élevé (+11,1%) qu'il ne l'avait été en 2003 (+7,7%). Au Luxembourg, le taux de croissance du crédit immobilier a été de 11,3% et donc pratiquement identique à la moyenne européenne.

Le graphique 43 illustre le fait que l'investissement immobilier est le principal motif d'endettement pour les ménages au Luxembourg. En 2003, la proportion de logements occupés par le propriétaire s'élevait à 74,3%.

<sup>36</sup> La méthodologie de construction des séries statistiques utilisées ne permet pas d'estimer l'amortissement de la dette.

<sup>37</sup> Pas tous les ménages ont contracté un ou plusieurs crédits. Il s'agit ici d'un indicateur représentatif pour l'ensemble du secteur des ménages. Les ménages effectivement endettés doivent consacrer une part plus importante de leur revenu disponible au paiement des intérêts de la dette.

La part des autres crédits dans l'endettement des ménages se caractérise par une nette tendance à la baisse. Le recul de la proportion des crédits à la consommation est également considérable.

Pour les nouveaux crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit résidents entre 2003 et 2005, la part des crédits à taux variable était en moyenne légèrement supérieure à 84%. Il est étonnant que les ménages n'aient pas eu plus tendance à profiter du niveau des taux d'intérêt assez bas pour conclure des contrats à taux fixe qui leur auraient attribué une certaine certitude pour la planification financière de leur investissement immobilier.

Quant aux crédits à la consommation la part des crédits à taux fixe est prépondérante (87%), tandis que pour les autres crédits, 98% des contrats sont conclus avec un taux variable. Avec les relèvements du taux directeur par l'Eurosystème en décembre 2005 et en mars 2006, il sera intéressant d'observer, si à l'avenir les ménages s'orientent davantage vers des crédits à taux fixe.

Au Luxembourg, la durée moyenne estimée des prêts hypothécaires s'établit entre 15 et 20 ans, tout comme en France, en Belgique, en Grèce et en Espagne. En Autriche, au Portugal et en Allemagne, elle atteint ou dépasse 25 ans. C'est au Pays-Bas que la durée moyenne des crédits immobiliers est la plus élevée avec 30 ans<sup>38</sup>. Il est évident que l'allongement de la durée permet d'étaler le remboursement du crédit dans le temps et d'accroître la capacité d'emprunt des ménages. Tel a précisément été le cas au Luxembourg au cours des dernières années, ce qui tendra à hausser la durée moyenne des prêts immobiliers.

### Conclusion

Deux traits saillants de l'endettement des ménages luxembourgeois peuvent être relevés. En 2004, le niveau d'endettement par habitant a été le deuxième plus important de la zone euro avec une nette tendance à la hausse. L'indicateur des paiements d'intérêt sur la dette par rapport au revenu disponible a évolué à un niveau modéré, mais apparaît fort dépendant du niveau et de l'évolution des taux d'intérêt de l'Eurosystème. Il est appelé à augmenter sous l'effet conjugué de la hausse de l'endettement des ménages, en valeur comme en relatif à leur revenu disponible, et de la normalisation des taux d'intérêt qui est en cours dans l'Eurosystème.

<sup>38</sup> Bulletin N°144 de décembre 2005 de la Banque de France. Publication des résultats d'une étude comparative sur l'endettement immobilier des ménages de la zone euro. Source : Fédération hypothécaire européenne, BCE.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

### 1.2.8.2 Projections macro-économiques

Les dernières projections macro-économiques de la BCL datent de décembre 2005<sup>39</sup> et ont été élaborées dans un contexte économique favorable. Grâce aux excellents résultats du secteur bancaire et dans le sillage du rebond conjoncturel dans la zone euro, l'économie luxembourgeoise avait renoué très vite avec une croissance soutenue à partir du deuxième semestre 2005. Pour l'année entière, une croissance du PIB réel de l'ordre de 3,8% s'annonçait avec une accélération à la clé pour l'année 2006. Le scénario était d'autant plus favorable que la croissance économique s'était répercutée sur les créations d'emplois, et ceci dans presque tous les secteurs de l'économie. De plus, les risques liés au scénario central semblaient davantage biaisés à la hausse qu'à la baisse.

Le présent exercice de projections est basé sur la nouvelle version des comptes nationaux. Conformément aux attentes, les révisions méthodologiques et statistiques implémentées récemment par le STATEC ont eu un impact non négligeable sur les données historiques (voir sous 1.2.8.1). Le niveau du PIB nominal a été revu à la hausse, de l'ordre de 6,6% en moyenne sur les années 1995-2004, et le profil de croissance du PIB réel et de ses composantes a été modifié. Ce dernier élément diverge certes de ce qui a été observé dans les autres pays de la zone euro où l'on a procédé à des ajustements méthodologiques similaires, mais il n'a pas vraiment constitué une surprise étant donné le poids et la volatilité des Services d'Intermédiation Financière Indirectement Mesurés dans les comptes nationaux. L'incertitude qui était liée à l'envergure de cet ajustement avait présenté un risque pour l'estimation chiffrée des projections d'agrégats macro-économiques sans toutefois mettre en doute la dynamique sous-jacente.

Depuis le dernier exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique au Luxembourg ont largement confirmé les anticipations tout en présentant en moyenne un scénario marginalement plus positif. Les indicateurs conjoncturels pour le quatrième trimestre 2005, publiés en début 2006, ont témoigné d'une vigueur de croissance plus importante qu'escomptée. La bonne santé de l'économie luxembourgeoise s'est aussi reflétée dans la première version des comptes nationaux de l'année 2005, établie selon la méthodologie révisée.

La croissance moyenne du PIB réel en 2005 a été estimée à 4,0%, donc légèrement supérieure à nos attentes de décembre 2005. Par ailleurs, les comptes nationaux trimestriels chiffrent la croissance économique en fin d'année à 5,7% sur base annuelle. L'acquis de croissance pour l'année 2006, sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, peut être estimée aux environs de 2,6%.

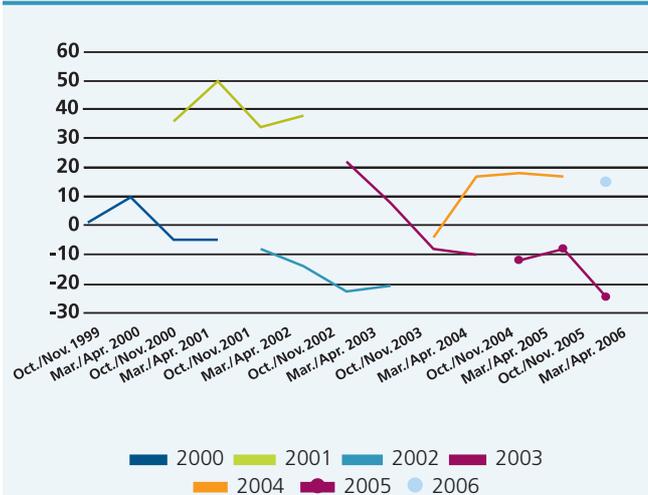
Au premier trimestre de l'année 2006, les indicateurs conjoncturels disponibles semblent confirmer la poursuite de la trajectoire de croissance entamée au deuxième semestre 2005 en dépit d'une nouvelle hausse du prix du pétrole. Les enquêtes de conjoncture dans le secteur de l'industrie signalent un optimisme accru de la part des chefs d'entreprises par rapport à la fin de l'année 2005. Même si l'amélioration est moins spectaculaire qu'en Allemagne, l'indicateur de confiance indique toujours une croissance de la production industrielle en ligne avec la moyenne historique. Le secteur bancaire, secteur phare de l'économie, a continué à profiter de l'envolée des marchés boursiers, de la baisse de l'aversion aux risques ainsi que d'un accroissement des volumes de transactions. Selon le compte de pertes et profits agrégé, les revenus sur commissions auraient progressé de 28% au cours du premier trimestre contre 14% en 2005.

Par contre, en ce qui concerne le deuxième trimestre de 2006, le dynamisme a probablement été quelque peu freiné par l'envolée du prix du pétrole à des niveaux supérieurs à 70\$/bl ainsi que par la légère appréciation de l'euro par rapport au dollar. Ces facteurs ont probablement aussi été à l'origine du léger repli du climat de confiance dans l'industrie. Un accroissement de la volatilité sur les marchés boursiers, avec à la clé une correction soudaine et violente des principaux indices boursiers, a également été observé vers la mi-mai. Pourtant, ce retrait s'est essentiellement opéré sur fond de craintes d'inflation et de resserrement monétaire. Il constitue vraisemblablement aussi davantage une consolidation boursière après une envolée spectaculaire lors des trimestres précédents que le début d'un renversement de tendance sur base de craintes plus profondes liées à un affaiblissement de la croissance économique dans la zone euro.

<sup>39</sup> Voir Bulletin de la BCL 2005/3, pp.72-76.

Si l'économie du Luxembourg a bien résisté au choc pétrolier, c'est grâce à l'appareil de production qui profite davantage de l'expansion du commerce international qu'il ne subit les effets défavorables de l'évolution du prix du pétrole. En revanche, l'impact de l'envolée du prix du pétrole sur la demande interne est plus difficile à cerner. Les comptes nationaux font état pour 2005 d'une consommation privée peu dynamique, voire très faible. Du côté des investissements, le constat est cependant plus réjouissant avec un bond de l'investissement enregistré en 2005. De plus, les résultats des enquêtes semestrielles d'investissement d'octobre/novembre 2005 dans l'industrie laissent entrevoir que les entreprises ont probablement différé une partie de leurs investissements de 2005 en 2006. Cette année-ci, les dépenses d'investissement à prix courants dans l'industrie devraient notamment progresser à un taux similaire à celui observé en 2004 (voir graphique).

**GRAPHIQUE 44 : ENQUÊTES SEMESTRIELLES D'INVESTISSEMENT DANS L'INDUSTRIE (DÉPENSES À PRIX COURANTS, EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> 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 calcule 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 telles que recensées en A+1.

Source : Commission européenne

En général, le scénario international, tel qu'il prévalait en décembre 2005 dans les projections macro-économiques des institutions internationales, est toujours de mise, même s'il a été adapté ponctuellement. En 2005, la croissance du commerce international et du PIB mondial a été plus forte qu'anticipée, phénomène qui s'est également prolongé sur l'année en cours. Le commerce mondial devrait ainsi encore s'accélérer en 2006 par rapport à 2005, tandis que la croissance du PIB mondial devrait rester au même niveau élevé. Par contre, pour l'année 2007, les institutions internationales s'accordent généralement sur un léger essoufflement de la conjoncture, tout en estimant que la croissance restera au-dessus de la moyenne historique. Une modification importante concerne les hypothèses relatives au prix du pétrole, ces dernières ayant à nouveau été fortement révisées à la hausse. Sur base des hypothèses retenues, le prix du pétrole évoluerait en moyenne à un niveau supérieur à 70\$/bl, ce qui, pour l'année 2007, constitue une révision à la hausse de 20% par rapport à l'exercice de décembre 2005.

En ce qui concerne la zone euro, le scénario du raffermissement de l'embellie conjoncturelle entamée au deuxième semestre 2005 s'est confirmé au premier trimestre 2006. La croissance trimestrielle du PIB réel a été estimée à 0,6%, soit proche de la croissance tendancielle. Cette évolution à court terme très favorable transparait d'ailleurs aussi dans l'exercice de projections de l'Eurosystème de juin 2006. Ainsi, en 2006, la croissance anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette de croissance comprise entre 1,8% et 2,4%. La croissance pour 2006 a été ajustée à la hausse, et ceci pour la deuxième fois après une première révision haussière en décembre 2005. Par après, la croissance économique devrait baisser légèrement pour se situer entre respectivement 1,3% et 2,3% en 2007. Le profil de croissance de la zone euro, atypiquement volatile, est marqué, d'une part, par le scénario conjoncturel hors zone euro, et, d'autre part, par le profil de croissance anticipée en Allemagne. En effet, pour l'Allemagne, il est admis que le relèvement de 3 pp du taux de TVA principal à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2007 va temporairement affecter le profil de croissance de la consommation privée, et donc aussi du PIB. On suppose généralement que les ménages vont avancer en 2006 une partie de leur consommation privée, notamment les achats de biens durables, prévue pour 2007. Ceci expliquerait une croissance plus vigoureuse en 2006, mais également le repli en 2007, et plus particulièrement au premier trimestre. Le rebond de la croissance en 2008 pourrait surprendre dans un contexte où l'économie mondiale semble plutôt stagner.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Mais, comparée au reste du monde, la position cyclique de la zone euro affiche un retard de quelques trimestres. Par conséquent, si la zone euro avait du mal à entamer son cycle de croissance dans le sillage de la reprise mondiale à partir de 2003, sa croissance relative par rapport au reste du monde en fin de cycle devrait a priori être plus élevée.

**TABLEAU 24 : PROJECTIONS DES INSTITUTIONS INTERNATIONALES ET HYPOTHÈSES TECHNIQUES (TAUX DE VARIATION ANNUEL <sup>1</sup>)**

	2005	2006	2007	2008
Commerce mondial (CE)	7,1(+0,2)	8,5 (+1,1)	7,1 (-0,2)	-
PIB mondial (CE)	4,6 (+0,3)	4,6 (+0,3)	4,3 (+0,1)	-
PIB zone euro (CE)	1,3 ()	2,1 (+0,2)	1,8 (-0,3)	-
PIB zone euro (Eurosystème)	1,4	1,8 - 2,4	1,3 - 2,3	-
Demande internationale adressée au Luxembourg	5,5 (+0,4)	7,0 (+1,2)	4,8 (-0,8)	5,5
Prix du pétrole en \$/bl <sup>2</sup>	54,4 (-0,6)	70,3 (+10,3)	73,9 (+14,4)	71,9
Taux de change \$/€ <sup>3</sup>	1,24 (-0,1)	1,26 (+0,6)	1,27 (0,8)	1,27
Taux d'intérêt à 3 mois	2,2	3,1	3,9	4,1
Taux d'intérêt à 10 ans	3,4	4,0	4,2	4,3

<sup>1</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2005, en points de pourcentage.

<sup>2</sup> Révisions en \$/bl.

<sup>3</sup> Révisions en \$/€.

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations des partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour une économie tournée vers l'extérieur et, selon le scénario international, sa croissance s'amplifierait en 2006. Cette croissance passerait de 5,5% en 2005 à 7,0% en 2006 pour baisser à 4,8% en 2007.

S'agissant du profil de la croissance économique au Luxembourg, sur base des premières estimations pour 2005, de l'évolution conjoncturelle récente et des hypothèses techniques, la croissance économique s'accélérait en 2006 par rapport à 2005. Il paraît justifié de revoir à la hausse les projections de la croissance économique pour l'année 2006, qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 4,4% à 5,0%. Le ralentissement de la demande internationale, prévu pour l'année prochaine, laisserait présager une baisse de la croissance économique en 2007. En revanche, malgré ce fléchissement, le Luxembourg connaîtrait pour la quatrième année consécutive une croissance économique appréciable, en moyenne supérieure à 4%.

Cette projection est basée sur l'hypothèse que le cycle conjoncturel classique, qui a été entamé par une reprise des exportations en 2004 et qui s'est poursuivi par une reprise de l'investissement des entreprises en 2005, va se compléter sur l'horizon de projections par une transmission de la dynamique de croissance à la consommation privée. La croissance économique va ainsi graduellement reposer sur une base plus large et deviendra par conséquent plus équilibrée. Ces anticipations se basent essentiellement sur une analyse des fondamentaux qui semblent relativement bien orientés en 2006. L'expansion économique s'est notamment déjà répercutée sur la croissance de l'emploi national. De plus, les salaires réels ont connu une progression considérable en 2004 et 2005.

**TABLEAU 25 : PROJECTIONS MACRO-ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES ET RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2005 (EN % DE VARIATION ANNUEL, RESP. EN POINT DE POURCENTAGE)**

	Juin 2006				Révisions		
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007
PIB réel	4,0	4,4 - 5,0	3,4 - 4,4	3,3 - 5,3	+0,2	+0,7	-0,1
IPCH	3,8	2,9	2,5	2,1	-	0,5	0,4
IPCH énergie	14,9	9,5	3,0	-1,0	-0,4	3,4	3,4
IPCH excluant l'énergie	2,4	2,1	2,4	2,5	-	0,3	-
IPCN	2,5	2,8	2,1	1,8	-	0,6	0,4
Echelle mobile des salaires	2,5	2,1	2,3	2,1	-	0,2	-0,2
Coût salarial moyen	4,2	3,7	3,5	3,7	0,6	0,6	-0,1
Emploi salarié	2,9	3,0	3,0	2,9	-0,3	0,2	0,3
Taux de chômage	4,3	4,6	4,8	5,0	-0,3	-0,2	-0,1

Source : BCL

Les mesures récentes annoncées par le gouvernement ont évidemment un impact à la baisse sur le pouvoir d'achat des ménages et freinent donc la consommation privée. Mais, il reste que la progression du revenu disponible des ménages, sur fond de la progression du revenu salarial, semble suffisante pour empêcher un nouvel affaiblissement de la consommation privée sur l'horizon de projections. La dynamique conjoncturelle au Luxembourg reste en revanche largement tributaire des développements du commerce international et même si la croissance a tendance à s'équilibrer, les exportations demeurent la composante la plus dynamique du PIB.

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 soient diffusées, les négociations salariales semblent se caractériser par un comportement relativement prudent des partenaires sociaux. Cette modération s'explique probablement par la montée du chômage. Par contre, les données des comptes nationaux pour les années 2004 et 2005 ne font guère état d'une modération salariale.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La progression relativement importante du coût salarial moyen, au-delà de 4%, est nettement supérieure à la hausse affichée par les données de l'IGSS. Alors que les ajustements barémiques des salaires semblent être freinés dans le cadre des négociations, une part considérable de la hausse du coût salarial moyen est imputable au fait que les entreprises ont davantage recours aux rémunérations sous forme de primes et de gratifications ou de rémunérations en nature (avantage extra-salariaux).

Afin de freiner la détérioration de la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise, le gouvernement a récemment annoncé plusieurs mesures. Une première mesure consiste à remplacer temporairement le mécanisme d'indexation automatique des salaires par un mécanisme "cliquet". L'impact de cette mesure gouvernementale sur les taux de variation du coût salarial moyen est relativement important en 2006 (-0,8 pp). Par contre, il est partiellement résorbé par la suite (voir l'encadré pp. 29-32). Une deuxième mesure concerne le gel des salaires dans la fonction publique pour les années 2007 et 2008. Elle exerce certainement un frein sur l'évolution du coût salarial moyen, mais l'impact sur la compétitivité-coût de l'économie est plus relatif dans la mesure où le coût salarial dans le secteur privé est prépondérant. Cette mesure n'aura d'effet substantiel que si elle provoque des effets indirects et, plus particulièrement, une tendance à la modération salariale dans les autres secteurs de l'économie. Par contre, une telle dynamique n'est encore guère observable. Le salaire minimum sera notamment relevé d'environ 2% en janvier 2007.

La robustesse de l'économie est corroborée par le raffermissement de la création d'emplois en 2005. D'une part, elle est en accélération par rapport à 2004. D'autre part, elle repose sur une base relativement large. Tous les secteurs à l'exception de l'industrie semblent concernés par cet embellissement sur le front de l'emploi. Dans le contexte de croissance économique qui demeure très favorable, cette tendance devrait se poursuivre sur l'horizon de prévisions. En revanche, le taux de chômage au sens "strict" est en augmentation tendancielle et ce malgré l'amélioration conjoncturelle et l'embellie sur le front de l'emploi. Il pourrait encore augmenter sur l'horizon de projection, se rapprochant graduellement des 5,0% en 2008. L'ajustement à la baisse des projections en 2006 par rapport à l'exercice précédent s'explique par un ajustement rétrospectif depuis 2000 de la définition du taux de chômage.

Les bénéficiaires d'une affectation temporaire indemnisée ne sont plus comptabilisés comme chômeurs au sens "strict" mais sont désormais inscrits dans le taux de chômage au sens "large". Par contre, compte tenu de l'annonce de la fermeture de plusieurs usines ou sites de production, le scénario se présente moins favorablement qu'en décembre 2005. Le taux de chômage au sens large devrait lui aussi emprunter une trajectoire ascendante de 2006 à 2008 pour avoisiner 6,5% en 2008 car la légère baisse projetée du nombre de mesures spéciales pour l'emploi devrait être contrecarrée par la hausse de la composante "stricte" de ce taux de chômage.

Pour ce qui est de l'inflation, sa dynamique à court terme est largement tributaire de la progression du prix du pétrole à des niveaux supérieurs à 70 \$/bl ainsi que de la hausse des prix administrés (voir aussi les projections d'inflation sous 1.2.1.1). La contribution de l'inflation des produits pétroliers serait ainsi encore positive en 2006 et 2007. L'IPC à l'exclusion de l'énergie s'accélérait de 1,7% en 2005 autour des 2% sur l'horizon de projection et demeurerait supérieur à l'IPCH excluant l'énergie dans les pays voisins. Cette accélération de l'inflation "sous-jacente" s'explique essentiellement par les hausses des prix des services ainsi que par la diffusion du renchérissement du prix du pétrole aux prix à la consommation. Comparées à l'exercice précédent, les projections pour l'inflation globale ont été fortement révisées à la hausse afin de rendre compte du changement des hypothèses relatives au prix du pétrole et de la hausse des prix administrés en début d'année.

## 1.2.9 Les finances publiques

### 1.2.9.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble

La période s'étendant d'octobre 2005 à mai 2006 a été ponctuée de trois jalons d'importance en matière de finances publiques. Le premier jalon fut le projet de budget 2006 de l'Etat central, qui a été déposé à la Chambre des Députés en octobre 2005 avant d'être adopté par cette dernière en décembre. Le budget 2006 se caractérise par un certain volontarisme, comme l'atteste une progression des dépenses totales de près de 9% par rapport au budget définitif de 2005. Une appréhension plus globale de l'Etat central, qui revient à consolider le budget de l'Etat central au sens strict d'une part et les opérations des fonds spéciaux et de certains établissements publics d'autre part, donne lieu à un constat similaire.

Selon la version consolidée du budget de l'Etat établie par la BCL dans son avis sur le projet de budget 2006, les dépenses de l'Etat central consolidé se seraient accrues de plus de 15% sur la période de deux ans 2004-2006, de sorte que leur progression moyenne se serait établie à près de 8% en moyenne au cours de cette période de deux ans pour cette acceptation large de l'Etat central.

**TABLEAU 26 : APERÇU DU BUDGET 2005 DE L'ÉTAT CENTRAL (EN MILLIONS D'EUROS, SAUF MENTION CONTRAIRE)**

	Budget définitif 2005	Budget 2006 voté	Progression en termes nominaux
<b>Recettes</b>	<b>6 902,5</b>	<b>7 328,0</b>	<b>+6,2%</b>
Recettes courantes	6 828,7	7 223,7	+5,8%
Recettes en capital	73,8	104,3	+41,4%
<b>Dépenses</b>	<b>7 009,2</b>	<b>7 629,3</b>	<b>+8,8%</b>
Dépenses courantes	6 303,1	6 852,2	+8,7%
Dépenses en capital	706,1	777,1	+10,1%
<b>Solde</b>	<b>-106,7</b>	<b>-301,3</b>	<b>--</b>
dont solde courant	525,6	371,5	--
dont solde en capital	-632,3	-672,8	--

Source : Loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2006.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Deux autres jalons ont vu la politique budgétaire s'infléchir vers davantage de rigueur. La 7<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité remise à la Commission européenne en novembre 2005, qui portait sur la période 2006-2008, renfermait en effet l'objectif d'un déficit des administrations publiques (soit l'Etat central au sens large, les communes et la sécurité sociale) limité à 1% du PIB en 2007 et un quasi-retour à l'équilibre en 2008. Par ailleurs, l'actualisation proposait comme objectif à moyen terme de la politique budgétaire un déficit apuré du cycle conjoncturel égal à 0,8% du PIB. Si ces objectifs paraissent insuffisamment volontaristes à l'aune de la vigueur de la croissance économique anticipée dans le programme lui-même sur l'horizon 2006-2008, l'actualisation avait le mérite d'esquisser un cheminement graduel vers l'équilibre, qui constituerait une rupture par rapport à la détérioration budgétaire enregistrée sans discontinuer de 2001 à 2005. L'actualisation ne renfermait cependant pas une description suffisamment détaillée des mesures susceptibles d'induire un tel retournement.

Les réformes annoncées par le gouvernement le 2 mai 2006 - qui constituent le troisième jalon - ont en partie dissipé ces incertitudes. En premier lieu, le gouvernement a conféré une grande légitimité politique aux objectifs de l'actualisation du programme de stabilité, en affirmant sa volonté de réduire le déficit des administrations publiques à 1% du PIB en 2007 et de renouer avec l'équilibre en 2009. En second lieu, il a annoncé l'adoption de mesures de consolidation budgétaire. Ainsi que l'indique l'encadré ci-joint, les mesures de consolidation qui ont fait l'objet d'une spécification suffisante et qui, à ce titre, sont prises en compte dans les projections de la BCL, permettraient d'améliorer la situation budgétaire à raison d'environ 1% du PIB. Comme l'établissent les sous-sections suivantes, qui se focalisent sur les comptes SEC 95 des administrations publiques considérées dans leur globalité, cette louable inflexion de la politique budgétaire permettrait d'endiguer le processus de détérioration budgétaire précité. Le retour à l'équilibre ne serait cependant nullement garanti, à moins que l'objectif de limitation de la croissance des dépenses de l'Etat central annoncé par le Gouvernement ne soit mis en œuvre de façon déterminée. Une telle rigueur s'imposerait d'autant plus que les actuels excédents de la sécurité sociale sont appelés à s'étioler graduellement.

## Les projections de finances publiques dans la foulée des mesures de consolidation budgétaire annoncées le 2 mai 2006

Dans le sillage de discussions au sein de la Tripartite, le Premier Ministre a annoncé le 2 mai, lors de la traditionnelle déclaration du gouvernement sur la situation économique, sociale et financière du pays, diverses mesures destinées à induire une consolidation budgétaire. Les mesures suffisamment spécifiées au présent stade ont été incorporées aux projections de finances publiques. L'estimation par la BCL de l'impact de ces mesures est abordée ci-dessous, suivie d'une évaluation de l'incidence sur les finances publiques d'un éventuel saut d'index.

### 1. Estimation de l'impact budgétaire des mesures suffisamment spécifiées

Le tableau ci-dessous constitue une tentative de chiffrage des mesures suffisamment bien spécifiées. Ce chiffrage a pour l'essentiel été effectué de manière propre, sur la base de données officielles. L'impact budgétaire du relèvement de la taxe sur les véhicules automoteurs est difficile à cerner faute d'informations suffisamment précises sur la composition du parc automobile. Enfin, il a été supposé que le rehaussement des accises sur le diesel et l'essence ne donnerait pas lieu à un ajustement à la baisse des volumes de vente de ces produits. Il en résulte une certaine surestimation de l'impact budgétaire des mesures de consolidation. Par ailleurs, les mesures relatives aux transferts entre les sous-secteurs des administrations publiques ne sont pas prises en compte dans le tableau car elles n'affectent pas ces administrations appréhendées dans leur globalité. Ces mesures sont cependant bel et bien prises en compte dans les projections des soldes des sous-secteurs présentées dans le corps du texte. Enfin, l'incidence sur les recettes et dépenses de la modulation de l'indexation n'est pas davantage considérée dans le tableau, car son impact budgétaire net est faible.

**TABLEAU 27 : CHIFFRAGE DES MESURES AYANT FAIT L'OBJET D'UNE SPÉCIFICATION SUFFISANTE (MESURES INTÉGRÉES AUX PROJECTIONS DE FINANCES PUBLIQUES) INCIDENCE SUR LES POSTES RESPECTIFS, EN MILLIONS D'EUROS, SAUF MENTION CONTRAIRE**

	2006	2007	2008
<b>1. Mesures sur le versant des recettes</b>	<b>+0</b>	<b>+187</b>	<b>+224</b>
Rehaussement de 2,5 à 3,5% de l'impôt de solidarité relatif à l'impôt sur les traitements et salaires		+20	+22
Rehaussement de 4 à 5% de l'impôt de solidarité relatif à l'impôt sur le revenu des collectivités		+12	+13
Rehaussement de la contribution des ménages à l'assurance dépendance de 1 à 1,4%		+67	+71
Relèvement des accises sur le diesel et l'essence en janvier 2007 et sur le diesel en janvier 2008		+36	+64
Taux de TVA appliqués aux professions libérales relevés de 12 à 15% (1)		+30	+31
Relèvement de la taxe sur les véhicules automoteurs		+22	+23
<b>2. Mesures sur le versant des dépenses</b>	<b>-7</b>	<b>-139</b>	<b>-176</b>
Aménagement de la liaison des pensions au bien-être de 2% (2)		-38	-13
Economies en matière d'investissements publics		-58	-96
Gel des traitements dans la fonction publique (3)		-21	-43
Suspension de l'indexation des prestations familiales en 2006 et 2007 (4)	-7	-22	-24
<b>3. Incidence sur le solde des administrations publiques (=1.-2.)</b>	<b>+7</b>	<b>+326</b>	<b>+400</b>
<b>Idem, en pourcentage du PIB</b>	<b>+0,02%</b>	<b>+0,97%</b>	<b>+1,12%</b>

(1) Contrairement aux autres estimations, il ne s'agit pas d'une estimation propre.

(2) Hausse des pensions octroyée en deux étapes (+1% au 1<sup>er</sup> juillet 2007 et de nouveau +1% au 1<sup>er</sup> juillet 2008), et non en une fois (+2%) le 1<sup>er</sup> janvier 2007 comme initialement escompté.

(3) Economies par rapport à une situation où les négociations salariales auraient donné lieu à une progression des traitements de 0,8% tant en 2007 qu'en 2008, soit la hausse concédée en 2006.

(4) Hypothèses : indexation de 2,5% en mars 2008 et pas de crédit d'impôt compensatoire.

Sources : Budgets de l'Etat, programmes pluriannuels des dépenses en capital, 7<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité, IGSS, STATEC, calculs BCL.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En ce qui concerne l'impact budgétaire des mesures visant à restreindre les investissements publics, il a été annoncé dans la déclaration du gouvernement que les investissements publics seraient réduits à concurrence de 170 millions d'euros en 2007 et de 190 millions en 2008. La plus grande prudence est de mise lors du chiffrage de cette mesure. Au Luxembourg, les dépenses d'investissement effectives sont traditionnellement nettement inférieures aux dépenses correspondantes, prévues dans les budgets successifs ou dans le programme pluriannuel des dépenses en capital. Les économies précitées pourraient dans une large mesure se référer à une exécution inférieure à 100% des dépenses d'investissement, qui était prise en compte dans les projections de la BCL avant même l'annonce des mesures de consolidation. Les économies d'investissement stricto sensu, expurgées de ce dernier facteur, sont estimées à 58 millions d'euros en 2007 et à 96 millions en 2008. Elles sont égales au fléchissement des dépenses d'investissement constaté par rapport au scénario "spontané" - c'est-à-dire antérieur à l'annonce des mesures - de la BCL. Ce dernier scénario se fondait sur les budgets et sur le programme pluriannuel précité, ainsi que sur la 7<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité du Luxembourg.

Diverses mesures non décrites ci-dessus ont été annoncées dans la déclaration du gouvernement du 2 mai. Comme elles n'ont jusqu'à présent pas fait l'objet d'une spécification détaillée, elles n'ont pas été intégrées au "chiffrage" présenté ci-dessus. Il s'agit notamment des mesures suivantes :

- Alignement du régime des congés de maladie des ouvriers sur celui des employés.
- Augmentation des dépenses de l'Etat central limitée à 4% par an. En l'absence d'une description des mesures sous-jacentes, il s'agit plutôt d'un objectif. L'incidence budgétaire du respect de cet objectif est appréhendée dans le corps du texte.
- Réduction des frais de fonctionnement de l'Etat central et politique d'embauche plus stricte. En l'absence de spécifications de ces mesures, elles n'ont pas davantage été incorporées au chiffrage.

Il convient de noter que certaines des mesures annoncées le 2 mai sont susceptibles de donner lieu à un accroissement des dépenses, en particulier dans le domaine du logement, de la recherche-développement (doublement annoncé des fonds publics de recherche de 2006 à 2009), de l'éducation, des foyers de jour pour enfants, de la sécurité, du transport public, etc. Pour cette raison, la non prise en compte des mesures insuffisamment spécifiées n'induit pas nécessairement une surestimation des déficits projetés.

### 2. Incidence d'un hypothétique saut d'indexation sur les finances publiques

En vertu des décisions de la Tripartite, la tranche indiciaire due pour août 2006 serait repoussée au 1<sup>er</sup> décembre 2006. La tranche indiciaire suivante, normalement échue en 2007, ne serait quant à elle appliquée qu'au 1<sup>er</sup> janvier 2008, voire même en mars si le prix du baril de pétrole excède 63 dollars. La tranche théoriquement due en 2008 ne serait pour sa part payée qu'en janvier 2009.

L'impact de cette mesure doit être appréhendé à un double niveau. D'une part, il convient de comparer la séquence de tranches indiciaires résultant des décisions de la Tripartite à la succession "spontanée" des tranches, telle qu'elle aurait été observée en l'absence de cette mesure. En cas d'inflation faible (de prix du pétrole modérés voire en fléchissement), l'incidence de la mesure serait réduite, voire nulle. Il en irait cependant tout autrement sous l'hypothèse inverse d'une inflation élevée. D'autre part, il s'impose d'appréhender la sensibilité des soldes budgétaires aux tranches indiciaires.

Le prochain tableau met en évidence l'incidence sur les recettes et dépenses de l'ensemble des administrations publiques d'un hypothétique saut d'index. Le tableau vise à estimer la sensibilité des soldes budgétaires au mécanisme d'indexation en tant que tel. Il ne s'agit donc pas à proprement parler d'une évaluation du réagencement de la liaison aux prix, annoncé à l'issue de la Tripartite et confirmé dans le discours du Premier Ministre. Les principales recettes et dépenses susceptibles d'être directement influencées par l'indexation sont surlignées. Comme l'indique la ligne "Impact sur le déficit", les diverses incidences directes d'un éventuel saut d'index se neutralisent mutuellement, de sorte que l'opération est budgétairement neutre en ce qui concerne l'ensemble des administrations publiques. Un saut d'index se traduirait certes par un fléchissement de diverses catégories de dépenses, en premier lieu les transferts sociaux. Cet impact serait cependant compensé par un moindre rendement des impôts directs à charge des ménages et des cotisations sociales, dont l'essentiel de la base taxable fait l'objet d'une indexation. Il convient de noter que divers effets plus indirects ne sont pas isolés au tableau. Les plus importants d'entre eux sont (i) l'incidence du saut d'index sur la consommation des ménages et, partant, sur les impôts indirects et (ii) l'effet du saut d'index sur les dépenses de santé, qui incorporent diverses rémunérations faisant l'objet d'une indexation. Ces deux effets tendraient aussi à se neutraliser mutuellement. L'effet TVA induirait en effet un déficit additionnel de l'ordre de 40 millions d'euros au maximum en cas de saut, tandis que les dépenses de santé se réduiraient d'environ 30 millions d'euros dans le même cas de figure.

**TABLEAU 28 : INCIDENCE D'UN HYPOTHÉTIQUE SAUT D'INDEX (ABSENCE D'UNE TRANCHE INDICIAIRE DE 2,5%) SUR LES RECETTES, LES DÉPENSES ET LE SOLDE DE L'ENSEMBLE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (ETAT CENTRAL, COMMUNES ET SÉCURITÉ SOCIALE ; OPTIQUE SEC 95) (EN MILLIONS D'EUROS ; ÉTABLI SUR LA BASE DE DONNÉES RELATIVES À 2005)**

Recettes		Dépenses	
Impôts directs à charge des ménages	-66	Pensions	-66
Cotisations sociales	-86	Prestations familiales	-20
Autres recettes	0	Forfait d'éducation	-2
<b>Total des recettes</b>	<b>-151</b>	Allocations de chômage	-3
		Rémunération agents	-59
		Autres dépenses	0
<b>Impact sur le déficit</b>	<b>0</b>	<b>Total des dépenses</b>	<b>-151</b>

Sources : STATEC, calculs BCL.

Le tableau ci-dessous permet d'isoler l'incidence d'un saut d'index hypothétique sur les soldes de la seule administration centrale.

**TABLEAU 29 : INCIDENCE D'UN HYPOTHÉTIQUE SAUT D'INDEX (ABSENCE D'UNE TRANCHE INDICIAIRE DE 2,5%) SUR LES RECETTES, LES DÉPENSES ET LE SOLDE DE L'ETAT CENTRAL AU SENS LARGE (OPTIQUE SEC 95) (EN MILLIONS D'EUROS ; ÉTABLI SUR LA BASE DE DONNÉES RELATIVES À 2005)**

Recettes		Dépenses	
Impôts directs à charge des ménages	-66	Transfert pensions	-35
Cotisations sociales	-8	Transfert prestations familiales	-20
Autres recettes	0	Transferts santé (surprimes)	-12
<b>Total des recettes</b>	<b>-74</b>	Forfait d'éducation	-2
		Allocations de chômage	-3
		Rémunération agents	-44
		Autres dépenses	0
<b>Impact sur le déficit (-: diminution)</b>	<b>-43</b>	<b>Total des dépenses</b>	<b>-116</b>

Sources : STATEC, UCM, calculs BCL.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Il est intéressant de constater que la neutralité budgétaire ne prévaut pas pour l'Etat central considéré isolément, dont le déficit se réduirait de plus de 40 millions d'euros en cas de saut d'index, ces 40 millions étant peu ou prou pris en charge par la sécurité sociale. Cet état de fait s'explique par la conjonction de deux éléments. D'une part, l'Etat central serait nettement moins pénalisé par un saut d'index que l'ensemble des administrations publiques sur le versant des recettes, car il ne perçoit qu'une très faible proportion des cotisations sociales, l'essentiel étant canalisé vers la sécurité sociale. En revanche, l'administration centrale enregistrerait une substantielle économie sur le versant des dépenses, en raison de l'importance des transferts de l'Etat central à la sécurité sociale. Ces transferts sont en effet généralement affectés par l'indexation, notamment parce que nombre d'entre eux - les cotisations de pension supportées par l'Etat ou encore les surprimes versées à l'assurance maladie-maternité - sont proportionnels à la masse contributive, qui fait pour l'essentiel l'objet d'indexations. Il convient de noter que le forfait d'éducation et les allocations de chômage renforceraient l'incidence d'un saut d'index sur les dépenses de l'Etat central. Les organismes en charge de ces prestations, à savoir respectivement le Fonds de solidarité et le Fonds pour l'emploi, sont en effet incorporés à l'administration centrale en comptabilité SEC 95.

L'Etat central bénéficierait également d'une réduction du transfert aux communes par le biais du Fonds communal de dotation financière en cas de saut d'index, puisque cette dotation dépend notamment de l'évolution de l'impôt sur les traitements et salaires. Cet effet étant de nature indirecte et de surcroît d'ampleur assez réduite (moins de 10 millions d'euros), il n'a pas été intégré au tableau.

### 1.2.9.2 Les recettes

Pour la quatrième année consécutive, le ratio des recettes au PIB a accusé un recul en 2005, à raison de 0,6% du PIB. Cette évolution est due à la conjonction de quatre facteurs. En premier lieu, la base taxable des impôts indirects a fait preuve de moins de dynamisme que le PIB du fait, notamment, de la relative faiblesse de la consommation privée. En outre, la progression des recettes de TVA, qui s'explique notamment par un relèvement de la TVA sur le tabac et sur l'essence, a été déforcée par d'importants remboursements. En vertu du principe de la "réalité économique" inhérent au système comptable SEC 95, une partie de ces remboursements a été réaffectée aux années antérieures à 2005. Un important reliquat a cependant bel et bien été imputé à l'année 2005. Le recul du ratio des cotisations sociales constitue le troisième facteur explicatif du fléchissement du ratio des recettes totales. La masse contributive correspondante, qui dépend pour l'essentiel de l'évolution de l'emploi et des salaires moyens, a en effet moins progressé que le PIB. Enfin, les revenus du patrimoine (qui figurent dans les "autres recettes") sont passés de 0,9% à 0,7% du PIB dans le sillage de la dégradation de la situation patrimoniale des administrations publiques.

L'incidence négative de ces quatre facteurs a été partiellement compensée par une évolution favorable des impôts directs, qui recouvre cependant deux évolutions fortement contrastées. Les impôts directs à charge des sociétés (soit principalement l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), l'impôt commercial communal et l'impôt de solidarité sur l'IRC) ont marqué le pas pour la troisième année consécutive, du fait notamment de l'affaiblissement progressif des soldes d'impôt relatifs aux exercices antérieurs. En revanche, les impôts directs dont sont redevables les ménages ont connu une croissance nominale de quelque 15,7%. Le ratio correspondant s'est accru de 0,5% du PIB en une seule année, de sorte qu'il a peu ou prou renoué avec son niveau d'étiage observé avant la mise en œuvre des deux tranches de la réforme fiscale, en 2001 et 2002. L'impôt sur les traitements et salaires proprement dit aurait progressé de 10% en 2005. Si la base imposable correspondante a progressé dans une moindre mesure que le PIB au cours de cette dernière année, elle n'en a pas moins connu une croissance appréciable, dont l'impact a en outre été renforcé par la progressivité inhérente à cet impôt et par la non indexation des barèmes fiscaux.

L'impôt retenu sur les revenus de capitaux serait quant à lui passé de 0,45% du PIB en 2004 à 0,72% en 2005. Cet impôt, qui est assimilé aux impôts directs à charge des ménages dans les comptes SEC 95 établis par le STATEC, est notamment alimenté par le taux de retenue libératoire de 25% sur les dividendes distribués par des sociétés de participation financière.

**TABLEAU 30 : RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)**

	Données officielles mars 2006						Projections BCL printemps 2006		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Impôts directs	14,9	15,2	15,2	14,7	13,2	13,4	13,8	13,5	13,4
<i>dont à charge des ménages</i>	8,0	7,9	7,2	7,3	7,4	7,9	8,1	8,3	8,4
<i>dont à charge des sociétés</i>	7,0	7,3	8,0	7,4	5,8	5,5	5,7	5,2	5,1
Impôts indirects	14,0	13,5	12,8	12,6	13,8	13,5	13,4	13,5	13,3
Cotisations sociales	10,9	11,8	11,7	11,7	11,7	11,5	11,5	11,7	11,6
Autres recettes	4,2	4,0	3,9	3,5	3,5	3,2	3,4	3,3	3,3
<b>Recettes totales</b>	<b>44,0</b>	<b>44,5</b>	<b>43,6</b>	<b>42,5</b>	<b>42,2</b>	<b>41,6</b>	<b>42,1</b>	<b>41,9</b>	<b>41,7</b>
<b>Croissance nominale des recettes totales (%)</b>	<b>13,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>6,6</b>	<b>8,3</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>
<b>Pour mémoire :</b>									
<b>recettes programme de stabilité</b>					<b>42,2</b>	<b>41,8</b>	<b>41,6</b>	<b>41,2</b>	<b>41,4</b>

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, septième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, calculs BCL.

Note : Les ratios de recettes issus de l'actualisation du programme de stabilité ont été ajustés afin de prendre en compte la réestimation à la hausse du PIB par le STATEC dans la foulée, notamment, du nouveau traitement des SIFIM. En dépit de cet ajustement, ces ratios diffèrent quelque peu des ratios présentés à la ligne "Recettes totales" en 2005. Ces divergences résultent du fait que les données officielles telles qu'elles sont reprises ci-dessus de même que les projections de la BCL incorporent les transactions avec les institutions de l'Union européenne. Par ailleurs, les dates de diffusion des statistiques ne sont pas identiques.

Les projections de la BCL laissent augurer un accroissement du ratio des recettes totales au PIB en 2006, à la faveur du versement à l'Etat d'un dividende Arcelor particulièrement élevé au titre de l'exercice social 2005 - ce versement doit être imputé à l'année 2006 en vertu du SEC 95, de la répercussion en année pleine de l'instauration en juillet 2005 d'un prélèvement à la source sur les revenus d'intérêt des non-résidents et de paiements exceptionnels au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités.

Le relèvement des accises sur le diesel contribuerait également à conforter les recettes, qui progresseraient au total de quelque 8,3% en 2006. Il est supposé que les recettes imputables à l'impôt retenu sur les revenus de capitaux vont demeurer au niveau élevé enregistré en 2005.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Les nouvelles mesures fiscales annoncées par le gouvernement le 2 mai devraient toutes autres choses égales par ailleurs donner lieu à une augmentation du ratio de recettes de l'ordre de 0,6% du PIB en 2007. Les projections laissent pourtant augurer une légère diminution du ratio, ce paradoxe apparent s'expliquant principalement par l'évolution escomptée des impôts directs à charge des sociétés. Alors que le ratio afférent avait été conforté par des versements exceptionnels en 2006, il renouerait en 2007 avec la tendance baissière observée ces dernières années du fait, en particulier, de l'affaïssement des soldes d'impôt attribuables aux exercices antérieurs. Le recul du ratio de recettes totales en 2007 s'explique également par le fait que la base taxable des impôts indirects ferait montre de moins de dynamisme que le PIB. Ce dernier phénomène affecterait également l'année 2008, avec à la clef un nouveau fléchissement du ratio des recettes totales. L'éventuel recul de la consommation de produits pétroliers induit par le relèvement de la fiscalité sur ces produits est susceptible d'exacerber le fléchissement du ratio des impôts indirects. Cet effet volume n'a cependant pas été pris en compte dans les projections.

A l'issue de la période de projection, le ratio de recettes serait légèrement supérieur au niveau enregistré en 2005. Du fait de la prise en compte des mesures annoncées par le gouvernement, les ratios projetés par la BCL se rapprochent en outre des indicateurs correspondants issus de la 7<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité, voire même excèdent ces indicateurs.

Enfin, la progression nominale moyenne des recettes escomptée au cours de cette période, soit 6,8%, serait appréciable à l'aune de l'évolution observée de 2001 à 2004. Elle serait par ailleurs du même ordre de grandeur que la croissance des recettes enregistrée en 2005.

### 1.2.9.3 Les dépenses

Le ratio des dépenses est demeuré inchangé en 2005, alors qu'il avait continuellement progressé de 2000 à 2004. Cette rupture est cependant imputable à une forte progression du PIB nominal et non à une meilleure maîtrise des dépenses. Le taux de progression des dépenses a d'ailleurs connu une accélération par rapport à 2004, pour atteindre quelque 8,5%. Par ailleurs, la ventilation des dépenses a connu une grande stabilité en 2005. Les seules évolutions notables furent une légère diminution du ratio des transferts sociaux et une évolution en sens opposé des investissements publics sous l'effet, notamment, de la prise en compte des investissements effectués par des promoteurs immobiliers sous l'égide du fonds de garantie. Pour rappel, ce traitement statistique découle d'une décision relative aux partenariats public-privé adoptée par Eurostat en février 2004.

**TABLEAU 31 : DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)**

	Données officielles mars 2006						Projections BCL printemps 2006		
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Transferts sociaux	18,2	19,6	20,4	20,9	21,3	21,1	21,0	21,0	20,9
Investissements publics	3,8	4,3	4,8	4,6	4,4	4,6	4,7	4,5	4,4
Dépenses de consommation <sup>(1)</sup>	10,8	11,1	11,3	11,5	11,6	11,7	11,7	11,6	11,5
Subsides <sup>(2)</sup>	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Autres dépenses	3,7	1,9	3,4	3,6	4,4	4,3	4,4	4,4	4,6
<b>Dépenses totales</b>	<b>38,2</b>	<b>38,6</b>	<b>41,6</b>	<b>42,3</b>	<b>43,4</b>	<b>43,4</b>	<b>43,5</b>	<b>43,2</b>	<b>43,1</b>
<b>Croissance nominale des dépenses totales (%)</b>	<b>6,2</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>8,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>7,0</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>
<b>Pour mémoire :</b>									
<b>dépenses programme de stabilité</b>					<b>43,3</b>	<b>43,9</b>	<b>43,3</b>	<b>42,2</b>	<b>41,6</b>

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, septième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg, calculs BCL.

Notes : <sup>(1)</sup> Rémunération des salariés et consommation intermédiaire. <sup>(2)</sup> A l'exclusion des transferts en capital.

Les ratios de dépenses issus de l'actualisation du programme de stabilité ont été ajustés afin de prendre en compte la réestimation à la hausse du PIB par le STATEC dans la foulée, notamment, du nouveau traitement des SIFIM. En dépit de cet ajustement, ces ratios diffèrent quelque peu des autres ratios. Ces divergences résultent du fait que les données officielles telles qu'elles sont reprises ci-dessus de même que les projections de la BCL incorporent les transactions avec les institutions de l'Union européenne. Par ailleurs, les dates de diffusion ne sont pas identiques. Les dépenses enregistrées en 2001 ont été négativement affectées par une opération non récurrente, à savoir la vente d'une licence d'exploitation à la société SES Global. Ce facteur explique la forte diminution du poste "autres dépenses" en 2001. Les taux de croissance nominaux ont été expurgés de l'incidence de cette opération, dont le montant équivaut à 1,9% du PIB de 2001.

Le ratio des dépenses se réduirait quelque peu au cours de la période de projection 2006-2008 à la faveur, notamment, de diverses mesures de consolidation présentées par le gouvernement le 2 mai. Comme l'indique l'encadré ci-joint, les deux mesures les plus significatives à cet égard sont d'une part la décision de restreindre le programme d'investissements publics, d'autre part le gel annoncé des traitements et salaires dans la fonction publique<sup>40</sup>. Le ratio de dépenses manifesterait cependant une résilience certaine, sous l'effet d'un certain nombre d'automatismes et en raison du coût additionnel estimé par la BCL du mécanisme de Kyoto<sup>41</sup>. En dépit de taux de croissance nominaux des dépenses totales relativement réduits par rapport à l'évolution observée de 2000 à 2005, les ratios afférents demeureraient nettement supérieurs aux ratios issus de la 7<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité en 2007 et en 2008, ce qui souligne la nécessité de mesures de consolidation additionnelles sur le versant des dépenses. Comme à l'accoutumée, les projections de la BCL ne prennent en compte que les mesures ayant fait l'objet d'une spécification suffisante. Ainsi, elles n'intègrent pas la décision du gouvernement de limiter la croissance des dépenses de l'Etat central à 4% par an en 2007 et en 2008, qui relève plutôt à ce stade d'intentions. Les conséquences budgétaires potentielles de cet objectif sont mises en évidence ci-dessous.

#### 1.2.9.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale

Les soldes budgétaires des administrations publiques ont subi une dégradation continue de 2001 à 2005, à concurrence de près de 8% du PIB. Alors que de confortables excédents ont été enregistrés jusqu'en 2002, 2004 a vu la survenance d'un déficit significatif, qui s'est encore nettement accru en 2005 tout en demeurant inférieur à la valeur de référence de 3% prévue dans un protocole du Traité sur l'Union européenne. La dégradation budgétaire a affecté les trois sous-secteurs des administrations publiques au cours de la période 2000-2005. Ainsi, l'Etat central a accusé en 2005 un déficit de quelque 3,2% du PIB, alors qu'il avait engrangé un surplus de près de 3% du PIB tant en 2000 qu'en 2001. Les communes accusent également un déficit depuis 2004, qui s'est accru en 2005 sous l'effet d'un fléchissement du transfert en provenance du Fonds communal de dotation financière. Une partie de ce transfert dépend en effet de l'évolution des recettes de TVA, qui a été négativement affectée par les importants remboursements survenus en 2005.

Enfin, s'ils demeurent substantiels, les excédents de la sécurité sociale ont fait montre d'une nette inflexion à la baisse à partir de 2002. Ce mouvement a certes pu être enrayer en 2005, à la faveur notamment d'un relèvement à raison de plus de 0,1% du PIB des cotisations sociales pour soins de santé en nature.

Les projections de la BCL laissent augurer une diminution du déficit des administrations publiques en 2006, du fait de versements exceptionnels au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités et de la perception par l'Etat d'un dividende Arcelor particulièrement élevé. Ces effets disparaîtraient cependant quasi-intégralement en 2007. En conséquence, le solde des administrations publiques ne s'améliorerait que faiblement par rapport à 2006, en dépit de la mise en oeuvre des mesures de consolidation annoncées par le gouvernement le 2 mai. De surcroît, une nouvelle détérioration surviendrait en 2008 à cause des dépenses additionnelles induites par le mécanisme de Kyoto. Au total, l'Etat central serait le principal bénéficiaire des mesures de consolidation. Il n'en présenterait pas moins un déficit nettement supérieur à 2% du PIB tout au long de l'horizon de projection. Le surplus de la sécurité sociale ne progresserait quant à lui que modestement par rapport à 2005, en dépit du relèvement de 1 à 1,4% de la contribution dépendance et de la suspension temporaire de l'indexation aux prix des prestations familiales. L'impact de ces deux mesures serait en effet partiellement neutralisé par la forte hausse tendancielle des transferts sociaux et par la suppression de certains transferts de l'Etat central au régime général de pension (transferts "baby years" et compléments différentiels) à partir de 2007.

<sup>40</sup> Ce gel ne concernerait que la composante de la progression des traitements et salaires qui découle des accords salariaux dans la fonction publique. Par ailleurs, la modulation de l'indexation des salaires exercera un effet plus réduit sur les dépenses que les deux mesures précitées, car elle n'équivaut pas à un saut d'index en bonne et due forme (son incidence nette dépend intimement de l'évolution des prix du pétrole sur l'horizon de projection).

<sup>41</sup> La prise en compte du coût du mécanisme de Kyoto en 2008 explique l'accroissement du ratio des "Autres dépenses". Ces dépenses additionnelles sont estimées sur la base d'un cours de la tonne de CO<sub>2</sub> égal à 15 euros et d'un écart de 4,3 millions de tonnes entre les objectifs d'émission du Luxembourg d'une part et les émissions effectives d'autre part, ce qui constitue une estimation assez conservatoire. Sous ces hypothèses, le coût additionnel excéderait 0,15% du PIB en 2008.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 32 : SOLDES BUDGÉTAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Soldes effectifs (Capacité (+) ou besoin (-) de financement)</b>									
<b>Données officielles mars 2006</b>							<b>Projections BCL</b>		
<b>Ensemble des administrations publiques</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>2,0</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,4</b>
dont Etat central	2,8	2,8	-0,4	-1,6	-2,6	-3,2	-2,7	-2,7	-2,8
dont communes	0,5	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4
dont sécurité sociale	2,6	2,9	2,3	1,8	1,6	1,6	1,5	1,8	1,8
<b>Programme de stabilité</b>					<b>-1,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,2</b>
<b>Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques</b>									
Estimation du printemps 2006 de la BCL <sup>(1)</sup>	5,4	5,5	1,2	0,0	-1,1	-1,8	-1,3	-1,1	-1,4
Estimation Programme de stabilité <sup>(2)</sup>	--	--	--	--	-1,0	-2,0	-1,6	-1,1	-0,6

Notes : <sup>(1)</sup> Les soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.

<sup>(2)</sup> Soldes apurés calculés en utilisant une méthode de fonction de production Cobb-Douglas avec lissage des composantes par filtre d'Hodrick-Prescott.

Sources : STATEC, septième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg, calculs BCL.

Sauf en 2006, les soldes de l'ensemble des administrations publiques demeureraient en retrait des objectifs gouvernementaux présentés dans la 7<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité et confirmés dans la déclaration du 2 mai.

Comme indiqué ci-dessus, cette divergence s'explique par l'évolution contrastée des dépenses. Ainsi que l'illustre le graphique ci-joint, les dépenses du seul Etat central au sens large - donc après consolidation avec les fonds spéciaux et certains établissements publics - connaîtraient une progression "spontanée" de respectivement 5,2 et 6,3% en 2007 et en 2008 selon les projections de la BCL basées sur l'hypothèse de "politique inchangée". Or le gouvernement a annoncé que la croissance des dépenses de l'Etat central n'excéderait pas 4% tant en 2007 qu'en 2008. Si cet objectif devait être atteint par le truchement d'une décélération des dépenses propres de l'Etat central au sens large, le solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques s'améliorerait à concurrence de respectivement 118 et 240 millions d'euros en 2007 et en 2008 par rapport aux projections de la BCL.

De ce fait, les déficits projetés pourraient être ramenés de 1,2 à 0,9% du PIB en 2007 et de 1,4 à 0,7% en 2008, soit des soldes nettement plus proches des objectifs des autorités, même si un ajustement budgétaire additionnel paraît s'imposer en 2008. Ces résultats mettent en exergue l'importance du respect de l'objectif d'une croissance des dépenses de l'Etat central limitée à 4% par an, qui impliquerait une sensible décélération par rapport à l'évolution observée depuis 1990. Les modalités de la mise en œuvre de cet objectif sont cependant aussi cruciales que l'objectif en tant que tel. Une croissance réduite à 4% du seul fait d'une diminution des transferts à d'autres sous-secteurs des administrations publiques permettrait de respecter nominalement l'objectif des 4%. Il n'en résulterait cependant aucune amélioration de la situation des administrations publiques considérées globalement, puisqu'il s'agirait d'un simple jeu de vases communicants.

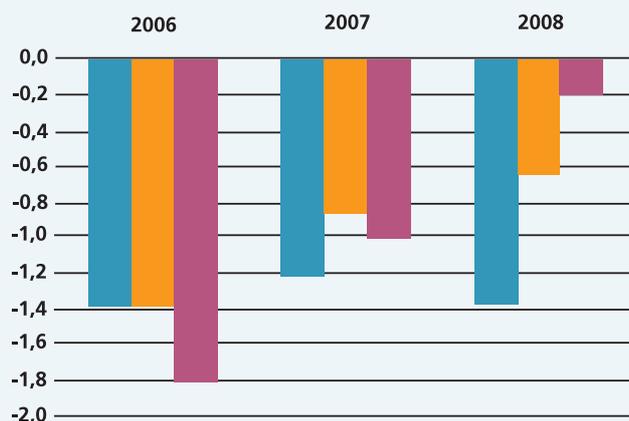
**GRAPHIQUE 45 : MISE EN ŒUVRE DE L'OBJECTIF DE PLAFONNEMENT DE LA CROISSANCE DES DÉPENSES DE L'ETAT CENTRAL À 4% EN 2007 ET EN 2008**

**a) Evolution de la croissance des dépenses de l'Etat central au sens large (en pourcentages)**



■ Scénario "spontané" BCL ■ Scénario 4% 2007-2008

**b) Evolution des soldes budgétaires de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentages du PIB)**



■ Scénario "spontané" BCL ■ Scénario 4% 2007-2008 ■ Programme de stabilité

Note : Scénario 4% = scénario BCL "spontané" amendé afin de ramener la croissance des dépenses totales de l'Etat central à 4%, sous l'hypothèse de transferts de l'Etat central aux autres sous-secteurs strictement inchangés.

Sources : STATEC, septième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg, calculs BCL.

La 7<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité mentionnait également l'objectif budgétaire à moyen terme d'un déficit apuré de la conjoncture - ainsi que des effets "one-off" et autres mesures temporaires - de l'ordre de 0,8% du PIB. Comme l'attestent les soldes budgétaires ajustés des mouvements cycliques calculés par la BCL, cet objectif ne serait pas respecté au cours de l'horizon de projection, pour les raisons identifiées au paragraphe précédent. Au-delà de ces divergences, il importe de s'interroger sur l'objectif budgétaire à moyen terme le plus adapté au cas spécifique de l'économie luxembourgeoise. Du fait de sa taille réduite et de son haut degré d'ouverture, cette dernière est fortement exposée aux aléas de la situation macro-économique internationale. En outre, l'importance relative du secteur financier a pour effet une forte sensibilité des finances publiques à l'évolution des prix des actifs et de la profitabilité des établissements financiers.

Enfin, indépendamment de ces facteurs macro-économiques et financiers, de nombreuses recettes, notamment la TVA, l'impôt sur le revenu des collectivités et les recettes UEEL, sont extrêmement volatiles, comme l'attestent par exemple les substantiels remboursements de TVA survenus en 2005. Enfin, les statistiques de finances publiques sont fréquemment révisées du fait des caractéristiques spécifiques de l'économie luxembourgeoise. Le risque de dépassement de la valeur de référence de 3% est de ce fait plus important que dans la quasi-intégralité des autres Etats de l'Union européenne, ce qui contraint le Luxembourg à prévoir une marge de sécurité budgétaire nettement plus ample qu'à l'étranger, idéalement en convergeant vers un surplus structurel.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Au demeurant, seul un tel surplus serait compatible avec le maintien d'une situation patrimoniale favorable. Les avoirs financiers des administrations publiques tendent désormais à s'étioler du fait des substantiels déficits de l'Etat central. En l'absence d'impulsions nouvelles, les réserves des fonds spéciaux vont s'épuiser et/ou une hausse sensible de la dette publique va survenir au cours des prochaines années. Les réserves de pension sont certes importantes en niveau absolu, puisqu'elles représentaient environ 25% du PIB à la fin de 2005. Cependant, ces réserves sont de loin insuffisantes pour assurer la soutenabilité à terme du régime général de pension, comme l'atteste l'encadré ci-joint.

De surcroît, seule une situation budgétaire solide permettrait de poursuivre avec succès les objectifs identifiés dans la déclaration du 2 mai, à savoir notamment le renforcement de la capacité de recherche-développement et du système d'éducation, un accès plus aisé au logement, un plus large recours aux transports en commun, une politique environnementale et énergétique responsable ou encore une amélioration des capacités d'accueil de jour d'enfants.

### Réflexions sur la possible instauration de mécanismes de capitalisation : application au régime général de pension luxembourgeois

#### 1. Les perspectives budgétaires du régime général sur un horizon de long terme

Un récent rapport préparé par le Comité de Politique Economique et par la Commission européenne met en exergue la forte augmentation attendue des dépenses de pension au Luxembourg, qui s'accroîtraient de plus de 7% du PIB de 2004 à 2050, soit la plus forte progression de l'Union européenne après le Portugal et Chypre. Comme l'indiquent de récentes projections de l'IGSS, le régime général de pension du Luxembourg est d'ailleurs susceptible d'enregistrer d'importants déficits dès 2020, alors qu'il dégage pour l'instant de substantiels excédents. Sous l'hypothèse d'une croissance du PIB réel égale à 3% par an à partir de 2030, les réserves du régime général laisseraient la place à une dette substantielle, qui atteindrait quelque 49% du PIB en 2050. Un scénario alternatif, où la croissance serait limitée à 2,2% par an, donnerait lieu à une évolution encore plus préoccupante. Dans ce dernier cas, l'endettement du régime général de pension se monterait en effet à 151% du PIB en 2050 selon l'IGSS. Comme l'indique le graphique ci-dessous, les projections actualisées de la BCL, qui reposent sur les hypothèses synthétisées au tableau suivant, livrent des résultats similaires vers 2050. De surcroît, la prise en compte par la BCL d'un horizon de projection plus long, qui permet d'incorporer l'ensemble du cycle de vie des nombreux frontaliers qui ont rejoint la population active du Luxembourg depuis le début des années quatre-vingt-dix, met en relief une accélération de la détérioration budgétaire au cours des années ultérieures à 2050. La détérioration budgétaire serait imputable dans une large mesure à l'arrivée à l'âge de la pension d'importants contingents de frontaliers et de résidents étrangers. Selon le rapport annuel 2004 de l'IGSS, les frontaliers ne représentaient que 17,6% des prestations en 2004, ce qui est nettement inférieur à leur part dans les cotisations - soit plus de 30%. Ce décalage donne lieu à un excédent certes substantiel, mais qui est nécessairement appelé à s'étioler. Même une croissance du PIB de 4% par an ne permettrait pas d'assurer la soutenabilité à terme du régime général de pension. En outre un tel scénario présuppose un accroissement peu réaliste du nombre de frontaliers, qui dépasserait le million à la fin de l'horizon de projection.

TABLEAU 33 : HYPOTHÈSES DE BASE DES PROJECTIONS DE PENSION ACTUALISÉES DE LA BCL

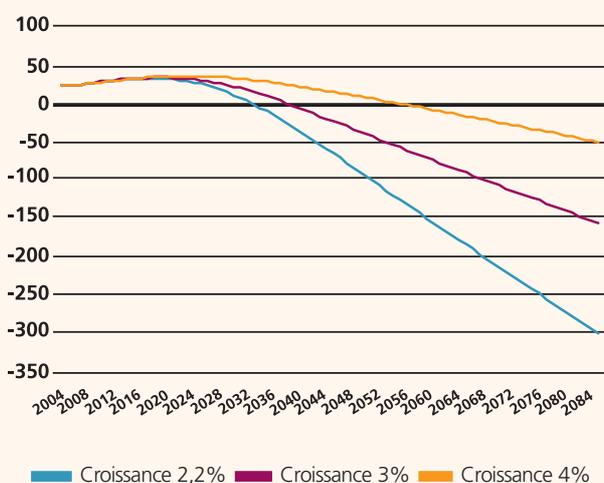
	Inflation	Croissance du PIB	Salaires réels	Productivité du travail
2004-2007	Projections d'automne 2005 de la BCL <sup>(1)</sup>			
2008-2085	1,9%	3,0%	2,0%	2,0%
Natalité	Fertilité constante au niveau atteint en 2004			
Mortalité	Hypothèse semblable à celle retenue par le BIT dans son étude de 2000			
Immigration	4 000 immigrants par an de 2008 à 2085			
Frontaliers	Dépend du taux de croissance postulé (variable résiduelle)			
Taux de participation au marché du travail	Augmentation graduelle pour les femmes et stabilité pour les hommes. Les femmes représenteraient par conséquent 45% de la population assurée en 2085, au lieu de 39% en 2004. Par hypothèse, le taux de chômage des résidents serait constant.			

<sup>(1)</sup> Les simulations décrites ci-joint ont été effectuées avant la finalisation des projections de printemps 2006 de la BCL. Sur un horizon de long terme, l'inclusion de ces projections ne modifierait cependant les résultats commentés ci-dessous que de façon marginale.

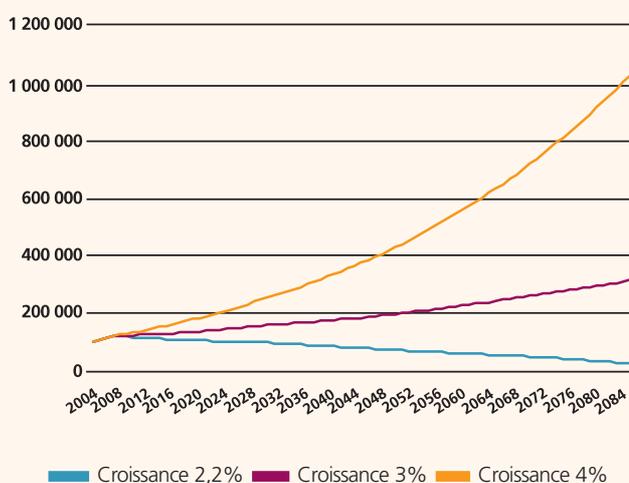
Dans un ouvrage publié en 2004, Franco Modigliani et Arun Muralidhar (2004) affirment que de nombreux problèmes inhérents aux systèmes de pension par répartition pourraient être palliés, voire même éradiqués grâce à la mise en place de mécanismes de capitalisation sous lesquels les droits de pension futurs des contributeurs sont connus (*defined benefits*). Le présent encadré évalue la pertinence d'une telle proposition dans le cas spécifique du Luxembourg. Par souci de simplicité, il est supposé que la proposition de Modigliani et Muralidhar serait appliquée à l'ensemble du régime général de pension. Or les auteurs eux-mêmes considèrent que dans certains cas, une capitalisation partielle pourrait se justifier.

#### GRAPHIQUE 46 : PROJECTIONS DE PENSION ACTUALISÉES : LES PRINCIPAUX RÉSULTATS BUDGÉTAIRES (EN % DU PIB)

##### 1. Evolution des réserves (+) ou des engagements (-) du régime général de pension



##### 2. Nombre correspondant de frontaliers



Sources : BIT, IGSS, STATEC, calculs BCL.

#### 2. Mise en œuvre dans le cadre luxembourgeois des propositions de Modigliani et Muralidhar

Dans un premier stade, la BCL a simulé "à politique inchangée par ailleurs" la mise en œuvre graduelle des propositions de Modigliani et Muralidhar, à savoir la transition d'un régime de pension régi par la répartition à un système fonctionnant sous l'égide d'un fonds public (le "Fonds" dans la suite de l'encadré), dont les avoirs pourraient être gérés avec le concours de sociétés privées. A l'instar du présent régime, ce Fonds payerait des pensions selon le principe des *defined benefits*, qui serait compatible avec la formule de calcul des pensions actuellement en vigueur au Luxembourg. Un système de *swap* entre le Fonds et l'Etat permettrait de garantir à tout moment le respect des engagements *defined benefits*, même en cas de fléchissement imprévu du rendement des réserves. En vertu de ce *swap*, l'Etat effectuerait un transfert spécifique en faveur du Fonds en cas de rendement inférieur à un taux de référence donné, tandis qu'un transfert en sens inverse surviendrait lorsque le rendement excéderait ce seuil. Par hypothèse, la réforme serait mise en œuvre dès décembre 2007. A cette date, les réserves du régime général seraient dans leur intégralité transférées au Fonds. Les prestations de pension feraient également l'objet d'un transfert au Fonds, qui s'effectuerait cependant de manière très graduelle. Les pensions payées à un affilié ne seraient en effet prises en charge par le Fonds qu'au prorata des cotisations payées par cet affilié à partir de la mise en œuvre de la réforme. Les autres prestations dont cet affilié bénéficie seraient toujours régies par le régime général de répartition.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

A titre d'exemple, un affilié ayant effectué l'intégralité de sa carrière avant la mise en œuvre de la réforme resterait à charge du régime de répartition pendant l'intégralité de sa période de pension, même après 2008. En revanche, un affilié qui aurait versé des cotisations pendant 30 ans au 31 décembre 2007 et qui presterait 10 années de travail additionnelles après cette date verrait un quart de ses pensions futures prises en charge par le Fonds, les trois-quarts restants demeurant à charge du régime général de répartition. Il convient de noter que le mécanisme de transfert revêtirait avant tout une dimension institutionnelle. Il n'affecterait pas les affiliés qui, par convention, bénéficieraient tous du même système de calcul des pensions, quel que soit par ailleurs l'organisme payeur (Fonds ou régime classique).

Comme l'indique la colonne 6 du tableau ci-joint, qui illustre la mise en œuvre au Luxembourg de la proposition de Modigliani et Muralidhar conditionnellement à une croissance économique de 3% par an sur la période 2008-2035, ce mécanisme de transfert des prestations donnerait lieu à une transition assez graduelle. Seule une petite moitié des pensions du régime général serait prise en charge par le Fonds en 2030 et la proportion transférée au Fonds n'excéderait 90% qu'après 2050. La transition serait cependant plus rapide que dans les scénarios élaborés pour les Etats-Unis par Modigliani et Muralidhar, car la durée de la carrière est fréquemment inférieure à 40 ans au Luxembourg. L'intégralité des prestations de pension serait transférée au Fonds à la fin de la période de projection. Les pensions (et les dépenses afférentes, notamment de nature administrative) atteindraient alors 36,4% de la masse contributive, contre 20,5% en 2008. Cette proportion, nommée "ratio de dépenses" dans le reste de l'encadré, reflète notamment l'incidence de l'arrivée à l'âge de la pension d'importants contingents de travailleurs frontaliers et étrangers. L'évolution du ratio, qui figure à la colonne 7 du tableau, est directement extraite des projections budgétaires illustrées au graphique 46.

**TABLEAU 34 : APPLICATION DE LA PROPOSITION MODIGLIANI-MURALIDHAR AU LUXEMBOURG : TRANSFERT IMMÉDIAT DES RÉSERVES, TRANSFERT GRADUEL DES DÉPENSES AU FONDS, CROISSANCE DU PIB DE 3% PAR AN EN VOLUME, RATIO DE DÉPENSES COMPATIBLE AVEC LES PROJECTIONS DE PENSION DE LA BCL ET RENDEMENT RÉEL DES RÉSERVES ÉGAL À 4,4% (EN POURCENTAGES DU REVENU CONTRIBUTIF, SAUF MENTIONS CONTRAIRES)**

	Contributions versées au Fonds	Revenus de la propriété du Fonds	Pensions à charge du Fonds	Solde budgétaire du Fonds	Réserves du Fonds	% de pensions transférées au Fonds	Ratio de dépenses	dont coût des pensions de répartition	Financement requis total	Coût de transition
	1.	2.	3. =6.*7.	4.=1.+2.-3.	5.	6.	7.	8.	9.=1.+8.	10.=9.-7.
2008	23,2	4,0	0,0	27,2	90,2	0,2	20,5	20,5	43,6	23,1
2009	23,2	5,5	0,1	28,5	114,1	0,6	20,7	20,6	43,8	23,0
2010	23,2	7,0	0,3	29,9	138,3	1,2	20,6	20,3	43,5	22,9
2011	23,2	8,4	0,4	31,2	162,6	2,1	21,2	20,7	43,9	22,7
2012	23,2	9,9	0,6	32,4	187,2	3,1	21,0	20,4	43,6	22,5
2013	23,2	11,4	0,9	33,7	211,8	4,3	21,7	20,8	43,9	22,2
2014	23,2	12,9	1,2	34,9	236,5	5,7	21,6	20,3	43,5	21,9
2015	23,2	14,5	1,6	36,0	261,2	7,2	22,3	20,7	43,8	21,6
2016	23,2	16,0	2,0	37,2	286,0	8,9	22,1	20,2	43,3	21,2
2017	23,2	17,5	2,4	38,2	310,6	10,7	22,9	20,4	43,6	20,7
2018	23,2	19,0	2,9	39,3	335,3	12,6	22,8	19,9	43,1	20,3
2019	23,2	20,5	3,5	40,2	359,7	14,7	23,6	20,1	43,3	19,7
2020	23,2	22,0	4,0	41,2	384,0	17,0	23,6	19,6	42,7	19,1
2025	23,2	29,3	7,9	44,5	500,5	29,9	26,6	18,6	41,8	15,2
2030	23,2	35,8	12,3	46,6	604,1	42,8	28,8	16,4	39,6	10,8
2035	23,2	41,3	17,2	47,2	690,2	54,8	31,4	14,2	37,3	5,9

TABLEAU 34 : SUITE

	Contributions versées au Fonds	Revenus de la propriété du Fonds	Pensions à charge du Fonds	Solde budgétaire du Fonds	Réserves du Fonds	% de pensions transférées au Fonds	Ratio de dépenses	dont coût des pensions de répartition	Financement requis total	Coût de transition
	1.	2.	3. =6.*7.	4.=1.+2.-3.	5.	6.	7.	8.	9.=1.+8.	10.=9.-7.
2040	23,2	45,5	21,2	47,6	757,0	65,9	32,1	10,9	34,1	2,0
2045	23,2	48,8	25,4	46,6	806,8	76,1	33,4	8,0	31,2	0,0
2050	23,2	51,2	28,0	46,4	844,4	84,3	33,2	5,2	28,4	0,0
2055	23,2	53,1	31,0	45,2	871,6	90,8	34,2	3,2	26,3	0,0
2060	23,2	54,3	32,2	45,2	890,6	95,2	33,8	1,6	24,8	0,0
2065	23,2	55,1	34,0	44,3	902,4	97,8	34,7	0,8	23,9	0,0
2070	23,2	55,6	34,0	44,8	911,2	99,0	34,4	0,3	23,5	0,0
2075	23,2	56,1	35,3	43,9	917,3	99,5	35,5	0,2	23,3	0,0
2080	23,2	56,3	35,2	44,3	921,2	99,7	35,3	0,1	23,3	0,0
2081	23,2	56,3	35,9	43,6	921,2	99,7	36,0	0,1	23,3	0,0
2082	23,2	56,4	35,4	44,2	921,9	99,8	35,4	0,1	23,2	0,0
2083	23,2	56,4	36,2	43,4	921,8	99,9	36,2	0,1	23,2	0,0
2084	23,2	56,4	35,6	44,0	922,2	99,9	35,6	0,0	23,2	0,0
2085	23,2	56,4	36,4	43,2	921,9	100,0	36,4	0,0	23,2	0,0

Sources : BIT, IGSS, STATEC, calculs BCL. Basé sur Modigliani et Muralidhar (2004).

Par hypothèse, le financement par le Fonds des dépenses de pension futures serait assuré par une cotisation constante, calculée en pourcentages de la masse contributive à l'instar de l'actuelle contribution de 24% (soit 3 fois 8% respectivement à charge des employés, des employeurs et de l'Etat). Ce taux constant, repris à la première colonne du tableau 34, serait calibré afin de permettre au Fonds d'atteindre à la fin de la période de projection le niveau d'actifs compatible avec le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle sur un horizon infini, le tout sous l'hypothèse implicite d'une stabilisation du rapport prestations/masse contributive après l'horizon de projection. Le respect de cette contrainte intertemporelle est strictement équivalent à un critère alternatif, qui revient à choisir le niveau de cotisation compatible avec la stabilisation des ratios de soldes budgétaires et d'actifs à la fin de la période de projection (convergence vers un équilibre de *steady state*). Ces critères permettent de conférer un contenu précis à la notion de soutenabilité à terme. Leur respect prémunit le régime de pension d'un double écueil, à savoir un niveau d'actifs nets ne permettant pas de couvrir les prestations de pension futures à la fin de la période de projection ou un déclin de ces actifs à la fin de ce même horizon, qui révélerait l'instabilité de l'équilibre.

Dans le cas luxembourgeois et pour autant que la croissance du PIB atteigne 3% de 2008 à 2085, le taux de cotisation compatible avec les critères de soutenabilité précités s'établirait à un peu plus de 23% de la masse contributive. Ce taux postule notamment un taux réel de rendement des actifs du Fonds de l'ordre de 4,4% par an, le portefeuille du Fonds étant par hypothèse composé de 35% d'actions et de 65% d'obligations. Si un tel rendement peut a priori sembler élevé, il paraît raisonnable à l'aune de l'évolution des marchés financiers au cours des 20 ou 30 dernières années ou de l'expérience de divers fonds étrangers, par exemple le *Government Pension Fund* en Norvège.

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En outre, le taux de 4,4% est inférieur d'environ 1% au taux postulé par Modigliani et Muralidhar dans leurs propres simulations, relatives aux Etats-Unis. Enfin, une analyse de sensibilité démontre que la convergence vers l'équilibre de long terme ne serait pas remise en cause si le taux de rendement réel de référence était ramené à 3,4% par an. Il s'ensuivrait naturellement un taux de financement requis plus élevé, de l'ordre de 28% tout au long de la période de simulation. Ce dernier taux demeurerait cependant nettement inférieur au taux de cotisation requis en l'absence de réforme, qui pourrait atteindre voire même excéder 40% des revenus contributifs au cours de l'horizon de projection. La même analyse de sensibilité révèle que le taux de cotisation requis pourrait être ramené à 17% de la masse contributive vers la fin de l'horizon de projection en cas de rendement réel égal à 5,4%, soit le taux considéré dans le cas des Etats-Unis par Modigliani et Muralidhar. L'adoption par la Chambre des Députés en 2004 d'une loi visant à assurer une plus grande diversification de la réserve de compensation du régime général de pension est de nature à induire un rendement accru de la réserve de compensation. Un tel objectif revêt une considérable importance au Luxembourg en raison du niveau absolu de cette réserve.

En début de période, le financement des pensions requis par le mécanisme de transition (voir la colonne 9 du tableau) serait élevé, car à la contribution constante de 23,2% s'ajouterait le coût des "pensions de répartition" (voir la colonne 8 du tableau), à savoir les pensions qui n'ont pas encore fait l'objet d'un transfert au Fonds et sont de ce fait toujours financées par le truchement du régime général. Le "coût de transition" correspondant, dont il est fréquemment question dans la littérature sur les systèmes de capitalisation, permettrait cependant d'amorcer un cercle vertueux. Il en résulterait en effet l'accumulation d'importants excédents dès le début de la période de transition. La sédimentation de ces surplus induirait une montée en puissance des réserves, avec à la clef de substantiels revenus du patrimoine (voir la colonne 2). Ces derniers renforceraient à leur tour l'accumulation initiale d'actifs. La transition vers l'équilibre de "steady state" serait alors assurée, du moins sous les hypothèses précitées. Les surplus du régime de pension dépasseraient 40% des revenus contributifs - soit 16% du PIB - dès 2020, tandis que le ratio de réserves d'équilibre excéderait 400% du PIB. Les perspectives budgétaires du régime de pension et au-delà de l'ensemble des administrations publiques luxembourgeoises seraient bien évidemment des plus favorables dans de telles conditions.

Cet équilibre paraît cependant peu réaliste, pour deux raisons. En premier lieu, il postule une considérable ponction financière en début de période. Du fait de l'importance du coût de transition, les ressources devant être mobilisées afin d'assurer le financement des pensions du secteur privé devraient atteindre près de 44% de la masse contributive dès 2008, à comparer avec un taux de cotisation actuellement égal à 24%. Le surcoût de près de 20% de la masse contributive - soit de 8% du PIB - pourrait certes être financé par d'autres biais que les seules cotisations. Au total, il semble cependant constituer un obstacle rédhibitoire à la mise en place d'un régime de capitalisation, du moins à politique inchangée. En second lieu, le mécanisme proposé donnerait lieu à des réserves certes disproportionnées, mais dont le niveau élevé refléterait l'importance des déficits primaires en fin de période. En vertu de la contrainte budgétaire intertemporelle, les actifs de fin de période doivent en effet être égaux à la valeur actualisée des déficits primaires futurs. En d'autres termes, les actifs présents doivent couvrir les dépenses futures. Or les déficits seraient de l'ordre de 13% des revenus contributifs - soit 36% (le ratio de dépenses) moins 23% (le taux constant de contributions canalisées vers le Fonds) - à la fin de l'horizon de simulation et, par hypothèse et pour les besoins de l'actualisation, au-delà de cet horizon. Dans de telles conditions, seul un niveau de réserves très élevé permettrait de garantir le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle.

### 3. Deux aménagements : plafonnement du financement et suspension temporaire de l'ajustement aux salaires réels

Un cheminement plus réaliste vers la capitalisation est présenté au tableau ci-après, qui intègre deux aménagements d'importance. En premier lieu, le transfert de recettes au Fonds ne serait pas d'emblée fixé au niveau du taux constant de cotisation, comme l'illustre la première colonne du tableau. Il serait choisi de telle manière que le taux global de financement requis (cotisations Fonds + coût résiduel des pensions de répartition ; voir la colonne 9) demeure inférieur à un plafond donné. Par hypothèse, ce plafond serait fixé à 26% de la masse contributive en 2008 et il augmenterait graduellement par la suite pour atteindre 27% en 2012. En dépit de cet amoindrissement des recettes initiales du Fonds, ce dernier serait à tout moment en mesure de financer ses dépenses de pension (voir la colonne 3), ces dernières n'étant de toute manière transférée au Fonds que de façon graduelle.

En second lieu, l'importante progression du ratio de dépenses serait quelque peu endiguée. Il est en effet supposé que l'ajustement des pensions aux salaires réels, qui a lieu tous les deux ans au Luxembourg, serait suspendu de 2007 à 2017. Il en résulterait une nette diminution du ratio de dépenses (19,6% en 2020, contre 23,6% dans le scénario du tableau 34), sans diminution du pouvoir d'achat des pensions. Le taux de remplacement du salaire par la pension en serait bien évidemment affecté, mais ce taux est élevé au Luxembourg pour une carrière complète, comme l'atteste une récente étude de l'OCDE (2005).

**TABLEAU 35 : APPLICATION DE LA PROPOSITION MODIGLIANI-MURALIDHAR AU LUXEMBOURG :  
TABLEAU 34 AVEC PLAFONNEMENT DU FINANCEMENT REQUIS ET SUSPENSION DE L'AJUSTEMENT AUX SALAIRES RÉELS  
DE 2007 À 2017 (EN POURCENTAGES DU REVENU CONTRIBUTIF, SAUF MENTIONS CONTRAIRES)**

	Contributions versées au Fonds	Revenus de la propriété du Fonds	Pensions à charge du Fonds	Solde budgétaire du Fonds	Réserves du Fonds	% de pensions transférées au Fonds	Ratio de dépenses	dont coût des pensions de répartition	Financement requis total	Coût de transition
	1.	2.	3. =6.*7.	4.=1.+2.-3.	5.	6.	7.	8.	9.=1.+8.	10.=9.-7.
2008	5,8	4,1	0,0	9,8	73,1	0,2	20,2	20,2	26,0	5,8
2009	6,4	4,5	0,1	10,7	80,1	0,6	20,0	19,9	26,3	6,3
2010	6,9	4,9	0,2	11,5	87,6	1,2	19,9	19,6	26,5	6,6
2011	7,4	5,3	0,4	12,3	95,6	2,1	19,7	19,3	26,7	7,0
2012	8,0	5,8	0,6	13,2	104,2	3,1	19,6	19,0	27,0	7,4
2013	8,3	6,4	0,8	13,9	113,0	4,3	19,5	18,6	27,0	7,5
2014	8,7	6,9	1,1	14,5	122,1	5,7	19,4	18,3	27,0	7,6
2015	9,1	7,5	1,4	15,2	131,5	7,2	19,3	17,9	27,0	7,7
2016	9,6	8,0	1,7	15,9	141,1	8,9	19,2	17,5	27,0	7,9
2017	9,9	8,6	2,0	16,5	151,0	10,7	19,1	17,0	27,0	7,9
2018	10,4	9,2	2,4	17,2	161,1	12,6	19,0	16,6	27,0	8,0
2019	10,2	9,9	2,9	17,2	170,6	14,7	19,7	16,8	27,0	7,3
2020	10,7	10,4	3,3	17,8	180,4	17,0	19,6	16,3	27,0	7,4
2025	11,5	13,3	6,6	18,2	224,9	29,9	22,1	15,5	27,0	4,9
2030	13,3	15,6	10,2	18,7	261,8	42,8	23,9	13,7	27,0	3,1
2035	15,2	17,5	14,3	18,4	290,5	54,8	26,1	11,8	27,0	0,9
2040	18,0	18,9	17,6	19,3	313,7	65,9	26,6	9,1	27,0	0,4
2045	20,4	20,2	21,0	19,6	334,3	76,1	27,7	6,6	27,0	0,0
2050	22,7	21,5	23,2	21,0	355,1	84,3	27,5	4,3	27,0	0,0
2055	24,0	22,8	25,7	21,0	375,4	90,8	28,3	2,6	26,6	0,0
2060	24,0	23,7	26,6	21,1	390,7	95,2	28,0	1,3	25,3	0,0
2065	24,0	24,4	28,1	20,3	400,3	97,8	28,7	0,6	24,6	0,0
2070	24,0	24,8	28,2	20,6	407,5	99,0	28,4	0,3	24,2	0,0
2075	24,0	25,2	29,2	19,9	412,2	99,5	29,4	0,2	24,1	0,0
2080	24,0	25,4	29,1	20,2	415,3	99,7	29,2	0,1	24,1	0,0
2081	24,0	25,4	29,7	19,6	415,3	99,7	29,8	0,1	24,0	0,0
2082	24,0	25,4	29,2	20,1	415,8	99,8	29,3	0,1	24,0	0,0
2083	24,0	25,4	29,9	19,5	415,7	99,9	29,9	0,0	24,0	0,0
2084	24,0	25,4	29,4	20,0	416,0	99,9	29,4	0,0	24,0	0,0
2085	24,0	25,4	30,1	19,4	415,7	100,0	30,1	0,0	24,0	0,0

Sources : BIT, IGSS, STATEC, calculs BCL. Basé sur Modigliani et Muralidhar (2004).

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

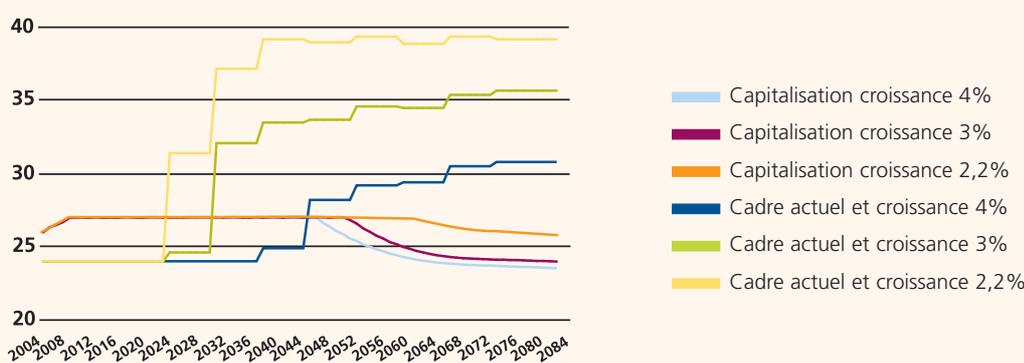
La conjonction des deux aménagements précités permettrait d'amoindrir considérablement les inconvénients du processus de transition illustré au tableau 34. La progression de 24% (le taux de cotisation actuel) à 26, puis 27% de la masse contributive ne paraît nullement hors de portée, d'autant que ces 2 et 3% de financement additionnel ne représenteraient que 0,8 et 1,2% du PIB, respectivement. Ces montants sont d'ailleurs du même ordre de grandeur que le transfert additionnel de l'Etat central au régime de pension qu'a envisagé le FMI à l'occasion de sa récente mission de consultation au titre de l'Article IV au Luxembourg (voir IMF (2006)). En outre, ces ressources supplémentaires pourraient être collectées à travers la mise en œuvre de différentes mesures ponctuelles. Le choix et le dosage de ces mesures (hausse des contributions de pension, transferts additionnels de l'Etat central, financement alternatif, etc.) est bien entendu du seul ressort des autorités.

En dépit du caractère plus graduel de la transition et grâce aux mesures de consolidation additionnelles, le processus de transition s'apparenterait à un cercle vertueux (voir tableau 35). L'équilibre de long terme serait bel et bien atteint à la fin de la période de transition, avec à la clef des résultats budgétaires favorables. Le Fonds enregistrerait en effet des excédents de l'ordre de 8% du PIB, tandis que les réserves se stabiliseraient à 160% du PIB. La soutenabilité à terme du système de pension serait assurée, du moins en l'absence de chocs négatifs. De surcroît, ces résultats budgétaires exceptionnels viendraient conforter les finances publiques de l'ensemble des administrations publiques, ce qui concourrait à préserver le Luxembourg d'une violation de la norme de référence de 3% de déficits. Cette situation serait évidemment de nature à grandement renforcer la stabilité de l'économie luxembourgeoise.

### 4. Un avantage décisif du cheminement vers la capitalisation : une moindre sensibilité aux inflexions de la croissance du PIB

Le mécanisme de transition illustré au tableau 35 permettrait en outre de protéger le système de pension des conséquences d'inflexions de la croissance économique. Cet avantage serait particulièrement bienvenu au Luxembourg, dont la petite taille concourt à exacerber la volatilité des indicateurs macro-économiques. L'évolution du financement requis sous différents scénarios de croissance est présentée au graphique 47 sous deux régimes alternatifs, à savoir un simple alignement sur la règle selon laquelle les réserves ne peuvent être inférieures à 1,5 fois le montant annuel des prestations dans le cadre du régime actuel et d'autre part le mécanisme présenté au tableau. Sous le présent régime, les taux de cotisation subiraient de plein fouet les inflexions de la croissance économique. En revanche, le système de capitalisation proposé par Modigliani et Muralidhar amortirait considérablement les aléas de la croissance économique. Ce résultat s'explique principalement par le fait que le ratio de réserves tend - du moins toutes autres choses égales par ailleurs - à s'améliorer lorsque survient un fléchissement de la progression du dénominateur du ratio, soit la masse contributive. Or par hypothèse cette dernière croît au même rythme que le PIB dans les simulations présentées ci-dessus. Dans de telles circonstances, la réforme recommandée par Modigliani et Muralidhar constitue une assurance contre les chocs de croissance négatifs, qui ne sont nullement à exclure dans une petite économie ouverte.

**GRAPHIQUE 47 : ÉVOLUTION DU TAUX DE FINANCEMENT REQUIS SOUS DIFFÉRENTS SCÉNARIOS DE CROISSANCE (EN POURCENTAGES DES REVENUS CONTRIBUTIFS)**



Note : il est supposé que le maintien du cadre actuel donnerait lieu à un taux de rendement réel des réserves égal à 2,6% par an, la gestion de portefeuille active du Fonds se traduisant par un rendement réel plus élevé, égal à 4,4%. L'évolution divergente des taux de cotisation illustrée au graphique ne s'explique que marginalement par cette hypothèse.

Sources : BIT, IGSS, STATEC, calculs BCL.

## 5. Éléments de conclusion

Le cheminement vers un système de capitalisation *defined benefits* présenté au tableau 35 présenterait au total de nombreux avantages, notamment une bien moindre vulnérabilité aux inflexions de la croissance économique, la restauration de la soutenabilité financière à long terme du régime général de pension et dans la même foulée une amélioration sensible des perspectives budgétaires des administrations publiques considérées dans leur globalité, avec à la clef un respect bien plus aisé des dispositions du Pacte de Stabilité et de Croissance. A ces avantages macro-économiques s'ajouterait sur un plan plus micro-économique une sécurité financière accrue pour les affiliés du régime, puisque le Fonds aurait précisément pour mission de garantir à tout moment l'équilibre actuariel du système en couvrant les engagements futurs par un niveau approprié de réserves. L'équilibre actuariel nécessiterait d'ailleurs des réserves d'un ordre de grandeur bien supérieur à celui de l'actuelle réserve de compensation, à l'instar de la situation prévalant dans des pays tels que la Norvège (voir le *Government Pension Fund*) ou les Pays-Bas (voir en particulier le fonds de pension ABP).

Le Luxembourg devrait mettre à profit une fenêtre d'opportunité d'une dizaine d'années, au cours de laquelle le ratio de dépenses devrait demeurer inférieur à l'actuel taux de cotisation, soit 24%. C'est précisément au cours d'une telle période que le Luxembourg est en mesure d'amorcer à un coût supportable le processus de convergence vers un niveau suffisant de réserves. Le coût de financement total n'excède jamais 27% de la masse contributive dans la simulation reprise au tableau, alors que le taux de cotisation est déjà égal à 24% actuellement. La convergence vers l'équilibre actuariel, qui est loin d'être acquis actuellement, nécessiterait certes une suspension limitée dans le temps de l'ajustement des pensions aux salaires réels. Cette mesure ne donnerait cependant nullement lieu à un déclin du pouvoir d'achat des pensions, puisque ces dernières feraient toujours l'objet d'un ajustement au niveau des prix. En outre, elle renforcerait considérablement la sécurité financière du système, tant au niveau macro-économique qu'en ce qui concerne les affiliés individuels. Enfin, si le préfinancement requis est relativement important, le coût de l'attentisme serait quant à lui considérable. Ainsi, la proposition présentée au tableau 35 s'assortirait sous les hypothèses précitées d'un prélèvement sur la masse contributive de l'ordre de 24% en fin de période de simulation, qui serait pratiquement égal au taux de cotisation actuel. Le taux correspondant pourrait atteindre voire même excéder 40% en l'absence de mesures nouvelles, ce qui pénaliserait la compétitivité de l'économie luxembourgeoise et porterait gravement préjudice à l'équité entre les générations.

## Références bibliographiques

**Bouchet (2006)**, *The Transition from PAYG to Funding: application to the Luxembourg private sector pension system*, Cahier d'études n°23, Banque centrale du Luxembourg.

**Chambre des employés privés (2002)**, *La réforme des pensions 2002*, Dialogue thématique.

**Economist Club Luxembourg (2000)**, *L'avenir de nos pensions - Une contribution au débat public*.

**European Commission (2006)**, *The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)*, Report prepared by the Economic Policy Committee and the European Commission, European Economy, Special Report n°1/2006.

**IGSS (2006)**, *Bilan technique de la période de couverture 1999-2005*.

**BRI (2000)**, *Evaluation actuarielle et financière du régime général d'assurance pension du Grand-Duché de Luxembourg*, rapport remis au Ministère de la Sécurité Sociale.

**IMF (2006)**, *Luxembourg: Selected Issues*, rapport préparé à l'occasion de la mission de consultation au titre de l'Article IV au Luxembourg, mai 2006.

**Langers, Jean (2005)**, *Potentiel de croissance économique et démographie - Projections 2005-2055*, Bulletin du STATEC n°4-2005.

**Modigliani, Franco and Muralidhar, Arun (2004)**, *Rethinking Pension Reform*, Cambridge University Press.

**OECD (2005)**, *Pensions at a Glance - Public Policies across OECD Countries*, 2005 edition.

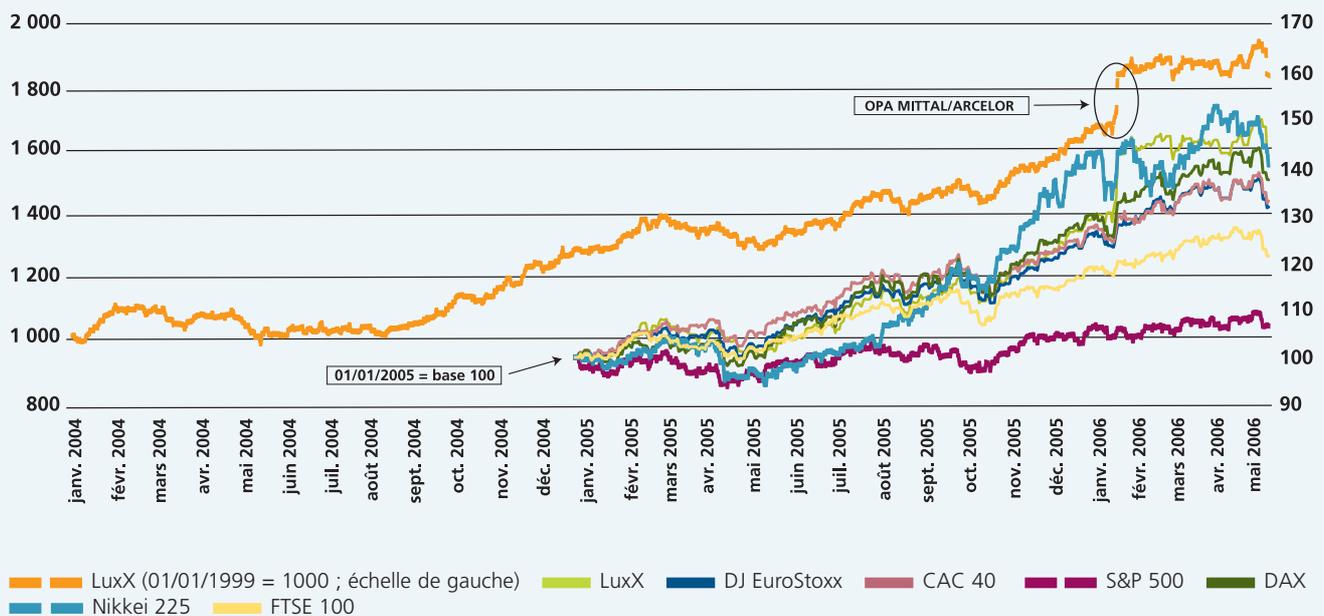
**Government Pension Fund (2005)**, *Annual Report 2005*.

# 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

## 1.2.10 L'activité boursière au Luxembourg

En 2005, l'indice LuxX a généralement suivi le mouvement des principaux marchés boursiers de la zone euro. Suite à l'offre publique d'achat (OPA) sur le groupe sidérurgique Arcelor par Mittal Steel, l'indice luxembourgeois s'est découplé des principaux indices boursiers en janvier 2006, ce qui lui a permis d'enregistrer une des meilleures performances par rapport aux autres cours. Ce découplage est donc imputable à la forte progression d'une seule valeur de l'indice puisque Arcelor intervient avec un poids de 20% dans le calcul de l'indice luxembourgeois<sup>42</sup>. Le LuxX a progressé de 26,7% entre fin 2004 et fin 2005, clôturant l'année à 1 636,98 points ; l'indice luxembourgeois a ensuite avancé de 8%, pour s'établir à 1 767,01 points le 31 mai 2006.

GRAPHIQUE 48 : L'ÉVOLUTION DU LUXX ET DES INDICES BOURSIERS ÉTRANGERS  
(INDICE : 01/01/2005 = 100 SAUF INDICATION CONTRAIRE ; DONNÉES QUOTIDIENNES)



Source : Bloomberg

<sup>42</sup> Les poids cités datent du 31 décembre 2005.

L'OPA faite par Mittal Steel a porté les actions d'Arcelor de EUR 22,2 à EUR 29 et le LuxX de 1 726,71 à 1 846,61 points en une seule journée ; depuis lors, les actions du groupe sidérurgique ont continué de progresser fortement pour s'établir à EUR 33,05 fin mai 2006. Les autres composantes majeures ont également fortement progressé entre fin 2004 et fin 2005 ; les actions de SES Global, Fortis et Dexia ont avancé respectivement de 52%, 32% et 16%. En effet, toutes les composantes du LuxX se sont inscrites en hausse en 2005 et, à l'exception des actions de SES Global, lors des premiers mois de l'année en cours. A noter que la composition de l'indice a changé au cours de la période et que le LuxX comprend maintenant 11 composantes : suite au retrait des actions ordinaires et privilégiées de la Kredietbank SA Luxembourgeoise en juillet 2005, la composition de l'indice luxembourgeois a été révisée et inclut dorénavant Fortis (20%), Dexia (16,8%), KBC Group (10,3%) et Audiolux (0,3%). La Banque Degroof Luxembourg S.A. ne figure plus dans l'indice depuis le 15 décembre 2005.

La Commission de la Bourse de Luxembourg a également revu les règles de gestion de l'indice, ce qui a conduit à un remaniement des critères d'éligibilité des sociétés susceptibles de faire partie du LuxX. Dorénavant, l'indice est d'ailleurs de type ouvert, c'est-à-dire que le nombre de composantes potentielles n'est plus limité.

S'agissant du volume des échanges, ce dernier a augmenté de 86,3% au total en 2005, dépassant à nouveau le seuil de deux milliards d'euros. Cette forte progression est principalement attribuable au volume d'échange des obligations qui s'est accru de plus de 230%, se rapprochant ainsi de deux milliards d'euros et donc du total du volume d'échange. Concernant les actions, les OPCs et les warrants, des baisses respectives de 36,2%, 69,3% et 95,0% ont été enregistrées.

On constate ainsi que la segmentation du volume des échanges a changé considérablement par rapport à l'année précédente.

**TABLEAU 36 : SEGMENTATION DU VOLUME DES ÉCHANGES**

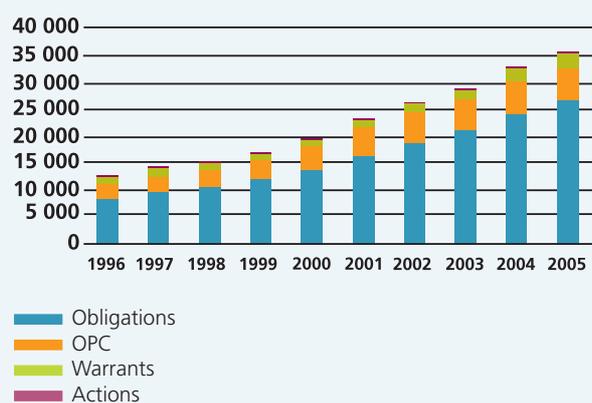
	2002	2003	2004	2005
Obligations	70,03%	47,89%	49,45%	87,84%
Actions	16,70%	29,44%	27,13%	9,30%
OPC	13,24%	16,49%	16,20%	2,67%
Warrants	0,02%	6,18%	7,22%	0,19%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Source : Bourse de Luxembourg

La forte progression du volume d'échange des obligations implique que le segment des obligations représentait en 2005 presque 90% du total du volume des échanges, les autres segments ayant fléchi considérablement.

Pour ce qui est du nombre de valeurs cotées, 9 092 nouvelles admissions ont été comptées comparé à 6 060 retraits au cours de l'année sous revue; au total, la cote de la Bourse de Luxembourg comptait donc 36 054 valeurs à la date du 31 décembre 2005, soit une progression de 9,2% par rapport au 31 décembre 2004.

**GRAPHIQUE 49 : NOMBRE DE VALEURS COTÉES**



Source : Bourse de Luxembourg

## 1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Cette progression fut marquée par une forte croissance de la cotation d'obligations (+10,3%) ; cependant, les warrants ont progressé de 16,9% en 2005 pour atteindre 2 821 cotations. Les obligations (26 782 cotations) et les OPC (6 172 cotations) demeurent donc les compartiments les plus importants, tandis que les actions représentent toujours moins de 0,8% du total des valeurs cotées, malgré une hausse de 6,9% qui porte le nombre d'actions cotées à 279. Fin 2005, la cote officielle se décomposait comme suit : obligations 74,3%, OPCs 17,1%, warrants 7,8% et actions 0,8%.

Outre les développements repris ci-dessus, il convient de noter qu'un marché alternatif dénommé "Euro MTF" a été lancé par la Bourse de Luxembourg en juillet 2005 suite à l'entrée en vigueur d'une nouvelle loi concernant les prospectus pour valeurs mobilières. Ce marché est soumis au règlement intérieur de la Bourse de Luxembourg et non pas aux directives européennes, permettant ainsi aux émetteurs qui y sont cotés de ne pas tomber sous les nouvelles règles en matière d'informations financières à fournir dans un prospectus ou encore en matière d'états financiers à publier. Ce marché alternatif est aussi soumis à la surveillance de la CSSF.

Finalement, comme prévu, le projet nommé *e-file* qui permet d'accomplir dans un environnement virtuel les démarches requises au lancement d'un OPC ou à la cotation d'un titre a été mis en place en 2005.

