

TABLE DES MATIÈRES

MOT DU PRÉSIDENT	6
Chapitre 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	9
1.1 La situation économique au niveau international	9
1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	9
1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme	11
1.1.3 Les marchés boursiers	13
1.1.4 Les taux de change	15
1.1.5 Les prix à la consommation	16
1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	17
1.1.7 Le commerce extérieur	21
1.1.8 La balance des paiements	22
1.2 La situation économique au Luxembourg	23
1.2.1 Les prix et les coûts	23
1.2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation	23
1.2.1.2 Les prix à la production industrielle	28
1.2.1.3 Les prix à la construction et inflation des prix de l'immobilier résidentiel	29
1.2.2 Les activités sectorielles	38
1.2.2.1 Industrie	38
1.2.2.2 Construction	39
1.2.2.3 Commerce et autres secteurs	40
1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs	40
1.2.4 Le secteur financier	42
1.2.4.1 Le développement des activités	42
1.2.4.2 Les taux d'intérêt des banques luxembourgeoises	47
1.2.4.3 L'emploi dans le secteur financier	50
1.2.4.4 L'évolution des comptes de profits et pertes	52
1.2.4.5 L'analyse des résultats des banques au premier trimestre 2007	54
1.2.5 L'activité boursière au Luxembourg	59
1.2.6 Le marché du travail	61
1.2.6.1 L'emploi	61
1.2.6.2 Le chômage	62
1.2.6.3 Les coûts salariaux	64
1.2.7 Le commerce extérieur	71
1.2.8 La balance des paiements	72
1.2.8.1 Compte courant	72
1.2.8.2 Compte financier	72
1.2.9 La croissance économique et projections macroéconomiques	74
1.2.9.1 Croissance économique	74
1.2.9.2 Projections macroéconomiques générales	81
1.2.10 Les finances publiques	90
1.2.10.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble	90
1.2.10.2 Les recettes	91
1.2.10.3 Les dépenses	93
1.2.10.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale	94



En 2006, le Conseil des gouverneurs de la BCE a ajusté l'orientation de la politique monétaire pour faire face aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, en relevant les taux directeurs à cinq reprises, à raison de 125 points de base au total. Ainsi, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est passé de 2,25% en janvier 2006 à 3,50% en fin d'année.

L'ajustement graduel de l'orientation accommodante de la politique monétaire a été poursuivi début 2007, avec une hausse additionnelle de 0,25 point de pourcentage des taux directeurs en mars. La plus récente hausse des taux directeurs a été décidée lors de la réunion du 6 juin 2007 du Conseil des gouverneurs, portant ainsi à 4,00% le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Cette décision du Conseil des gouverneurs, qui a été prise en tenant compte des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, contribuera à ancrer les anticipations d'inflation dans la zone euro à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Cet ancrage constitue une condition indispensable pour que la politique monétaire unique apporte une contribution durable tant à une croissance économique

soutenable qu'à la création d'emplois dans la zone euro. Après ce relèvement, eu égard au contexte économique favorable, la politique monétaire de l'Eurosystème conserve un caractère accommodant.

Selon les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème de juin 2007, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume de la zone euro serait comprise entre 2,3% et 2,9% en 2007 et entre 1,8% et 2,8% en 2008. La progression annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) de la zone euro devrait se situer, en moyenne, entre 1,8% et 2,2% en 2007 et entre 1,4% et 2,6% en 2008.

Au Luxembourg, l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a progressé, en moyenne, de 2,7% en 2006, ce qui représente 0,2 point de pourcentage de plus qu'en 2005. L'inflation s'est inscrite en hausse pour la troisième année consécutive. Cette accélération de l'inflation en 2006 est liée à la fois à l'incidence des prix des produits pétroliers et à l'accentuation des tensions inflationnistes sous-jacentes. La hausse moyenne des prix administrés est passée de 2,1% environ en 2005 à 3,9% en 2006, soit un taux plus élevé que dans la zone euro. En 2006, les écarts d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et aux pays limitrophes ont continué à se creuser. Ainsi, les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 à la fin 2006, ont atteint 2,1 et 5,3 points de pourcentage par rapport respectivement à la zone euro et à la moyenne des pays limitrophes. Selon les dernières projections des services de la BCL, l'inflation au Luxembourg devrait baisser à 2,1% en 2007 et se stabiliser à ce niveau par la suite, essentiellement sous l'effet d'une contribution globalement neutre des prix de l'énergie. Les mesures des administrations publiques devraient contribuer à hauteur de 1,3 point de pourcentage à l'IPCH du Luxembourg en 2007 et de 0,9 au premier semestre 2008, comparé à 0,9 en 2006. L'incidence projetée pour 2007 constituerait l'impact le plus élevé observé au cours de la dernière décennie.

Le précédent rapport annuel de la BCL argumentait que la modulation de l'indexation des salaires décidée en 2006 pourrait atténuer la détérioration de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise, sans cependant être de nature à inverser la tendance. Les données les plus récentes corroborent ce constat. En effet, les indicateurs de compétitivité basés sur les prix à la consommation, les prix à la production et le déflateur du PIB ont poursuivi leur orientation ascendante en 2006, synonyme de détérioration de la position compétitive du Luxembourg. Depuis 1999, la croissance des coûts salariaux unitaires au Luxembourg a dépassé de 10,5% celle observée chez nos principaux partenaires commerciaux. En outre, selon les projections des services de la BCL, qui intègrent la modulation de l'indexation des salaires, la détérioration de la compétitivité devrait se poursuivre jusqu'à la fin de 2009. Dans ce contexte, il serait souhaitable que le gouvernement entreprenne les réformes structurelles envisagées par la stratégie de Lisbonne dans les meilleurs délais, afin d'améliorer durablement la productivité de l'économie nationale. Une telle évolution conforterait les producteurs luxembourgeois qui doivent faire face à des hausses projetées de leurs prix et de leurs coûts comparativement plus importantes que celles envisagées chez leurs principaux partenaires commerciaux.

En dépit de cette dégradation des indicateurs précités, le Luxembourg a connu une forte croissance des exportations, de la production et de l'emploi en 2006. Selon la première estimation des comptes nationaux pour l'année 2006, la croissance économique s'est accélérée pour atteindre 6,2% après 4,0% en 2005, soit la meilleure performance depuis 2000. La progression du PIB a reposé sur une assise sectorielle plus large en 2006 qu'au cours de l'année précédente car le principal pilier de la croissance en 2005, à savoir le secteur des activités financières, a été épaulé par un dynamisme accru dans l'industrie, le commerce et la construction.

Les nouvelles projections macroéconomiques des services de la BCL tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 4,5% et 5,3% en 2007 et entre 4,1% et 5,1% en 2008. Par rapport aux projections établies en décembre 2006, les fourchettes prévues pour la croissance du PIB en volume en 2007 et 2008 ont été révisées à la hausse, principalement en raison de l'acquis de croissance émanant de la vigueur de l'activité économique observée en 2006.

Contrairement aux évolutions favorables observées sur le front de la croissance économique et de l'emploi, le taux de chômage a poursuivi sa tendance haussière, pour atteindre une moyenne de 4,5% pour l'ensemble de l'année 2006, contre 4,2% en 2005 et 3,9% en 2004. L'origine du chômage au Luxembourg n'est donc pas exclusivement de nature conjoncturelle. Cette situation nécessite la mise en œuvre active de réformes structurelles sur le marché du travail.

Plus de deux tiers des nouveaux emplois sont occupés par des frontaliers. Cependant, l'afflux de main d'œuvre extérieure n'est pas préjudiciable à l'emploi des résidents. Par ailleurs, le chômage peut difficilement être résorbé par la création d'emplois publics puisqu'un emploi public est souvent occupé par un Luxembourgeois travaillant auparavant dans le secteur privé, libérant un poste qui a tendance à être occupé par un frontalier. De plus, la création de nouveaux emplois dans le privé peut être pénalisée par une réglementation excessivement rigide en matière de protection de l'emploi. Ainsi, une meilleure flexibilité s'impose. Cinquante ans après la signature du traité de Rome et cinq ans après l'introduction des billets et des pièces en euro, on ne saurait trop souligner la nécessité de parfaire la libre circulation des personnes et partant d'ouvrir davantage notre marché du travail en tirant profit de l'élargissement de l'Union européenne.

Selon les comptes des administrations publiques publiés en avril 2007, ces dernières ont enregistré un léger excédent en 2006, alors que tous les observateurs tablaient jusqu'alors sur un déficit significatif. Ce résultat supérieur aux attentes reflète dans une certaine mesure l'effet de base d'une importante révision du déficit des administrations publiques relatif à 2005. Estimé par les autorités à 1% du PIB en automne 2006, ce déficit a été réestimé à 0,3% seulement en avril 2007. Si la situation des finances publiques s'est améliorée en 2006, cette évolution résulte davantage de la bonne tenue des recettes - liée à la conjoncture porteuse, à la non-indexation des barèmes d'impôts et au relèvement de la fiscalité sur les produits pétroliers - que d'une maîtrise assurée des dépenses. Bien qu'en recul par rapport à 2005, le taux de croissance des dépenses des administrations publiques s'est établi à 6% en 2006, ce qui a largement excédé les taux correspondants observés dans les trois pays voisins. En outre, la décélération des dépenses par rapport à 2005 est pour l'essentiel imputable à une diminution des investissements. Selon les projections de la BCL, les administrations publiques devraient conserver une position excédentaire sur l'horizon de projection 2007-2009.

Le maintien d'une telle position suppose cependant que tout relâchement de la discipline budgétaire soit évité, d'autant plus que la pérennité des substantielles recettes additionnelles collectées en 2006 n'est nullement garantie. La prise en compte de la soutenabilité à terme de la politique budgétaire renforce encore ce constat. Le Luxembourg figure d'ailleurs parmi les pays où l'impact du vieillissement sur les finances publiques et la sécurité sociale apparaît le plus important. Selon les projections de la BCL, les excédents du régime général de pension devraient de ce fait décliner au début de la prochaine décennie et se transformer ensuite en déficits, avec à la clé un substantiel endettement futur. Le préfinancement requis afin de permettre au régime général de pension d'accumuler des réserves suffisantes sur un horizon de long terme pourrait se monter à environ 6% du PIB. Diverses mesures permettraient d'amorcer un tel préfinancement, à savoir une gestion plus dynamique des réserves, une suspension temporaire de l'ajustement des prestations à l'évolution des salaires réels ou encore une plus grande neutralité actuarielle de la formule de calcul des pensions. Ce dernier aménagement permettrait d'encourager des départs plus tardifs à la retraite, vu qu'au Luxembourg l'âge moyen de départ pour raisons de vieillesse et d'invalidité était de 58 ans en 2004.

Compte tenu de ces divers éléments, l'objectif à moyen terme des finances publiques dans notre pays ne devrait pas être un déficit structurel de 0,8% du PIB, comme c'est le cas actuellement, mais un surplus de 1,1% du PIB. La présente situation macroéconomique et financière est d'ailleurs extrêmement propice à l'effort de consolidation requis pour atteindre cet objectif. En d'autres termes, l'actuelle embellie économique devrait être considérée comme un outil au service de l'assainissement durable des finances publiques.

En ce qui concerne les mesures structurelles, le Luxembourg doit encore relever des défis importants, notamment en matière de taux d'emploi, de recherche, d'éducation, d'achèvement du marché intérieur, d'infrastructure, d'énergie, de politique de l'environnement et de gouvernance publique et privée. La conjoncture actuelle présente un excellent environnement pour entamer un ambitieux programme de réformes. Des mesures structurelles, telles que celles envisagées par l'Agenda de Lisbonne, sont indispensables afin d'améliorer durablement la productivité et la compétitivité de l'économie luxembourgeoise.

Yves Mersch



Artiste : Manolo Valdès
Titre : Infanta Margarita
Support : Bronze
Format : hauteur 123 cm
Collection BCL

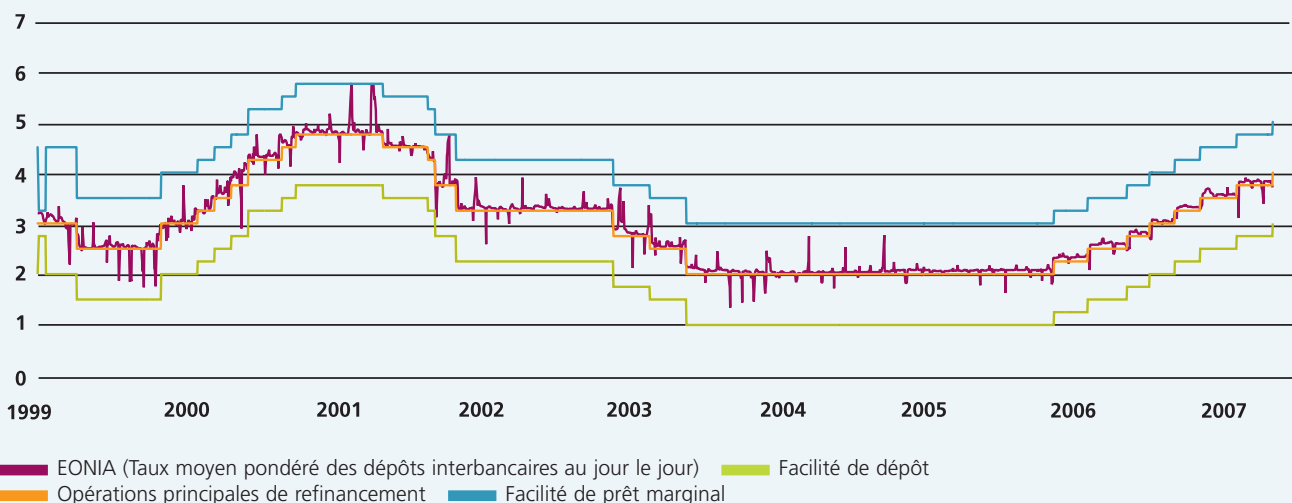
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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 relevé de 25 points de base le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en décembre 2005, le Conseil des gouverneurs de la BCE a continué au cours de la période sous revue de faire face aux risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix. Ainsi, le Conseil des gouverneurs a successivement relevé le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de 175 points de base au total, le portant de 2,25% au début de l'année 2006 à 4,00% en fin de période. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été portés, respectivement, à 3,00% et 5,00%.

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



Sources : BCE, Bloomberg

Suite à une politique de communication très ciblée sur le scénario de référence relatif à la croissance et à l'inflation ainsi que sur les risques y afférents, l'ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire - moyennant une série de sept hausses successives d'un quart de point de pourcentage - a été bien anticipée par les marchés financiers. Comme c'était le cas dans les années précédentes, le Conseil des gouverneurs ne s'est pas engagé sur une trajectoire spécifique de taux d'intérêt, que ce soit à propos de l'ampleur des décisions de politique monétaire ou de leur fréquence.

Par contre, le Conseil des gouverneurs a clairement fait savoir que les mesures de politique monétaire seraient fonction de son évaluation régulière des risques pesant sur la stabilité des prix et de la confirmation de son scénario principal. Globalement, en 2006, les développements économiques ont confirmé le scénario de référence du Conseil des gouverneurs, qui prévoyait une croissance économique proche de son niveau potentiel entourée par des risques demeurant globalement équilibrés à court terme pendant une grande partie de la période sous revue.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En revanche, les risques à moyen et long termes demeuraient orientés à la hausse sur l'ensemble de l'année. Cette politique de communication a permis de limiter la volatilité des marchés financiers et ce malgré les ajustements successifs de la politique monétaire au cours de l'année sous revue.

Pendant toute cette période, l'analyse économique et l'analyse monétaire ont suggéré que les risques pesant sur la stabilité des prix étaient orientés à la hausse ; ces risques étaient particulièrement associés à d'éventuelles répercussions plus importantes que prévu du renchérissement antérieur du pétrole, à des augmentations de prix administrés et de la fiscalité indirecte qui pourraient être supérieures à celles déjà annoncées (tel que le relèvement de la taxation indirecte dans un pays de la zone euro) et à la possibilité d'un nouveau renchérissement du pétrole. Les effets de second tour liés à des hausses salariales potentielles constituaient également un risque important.

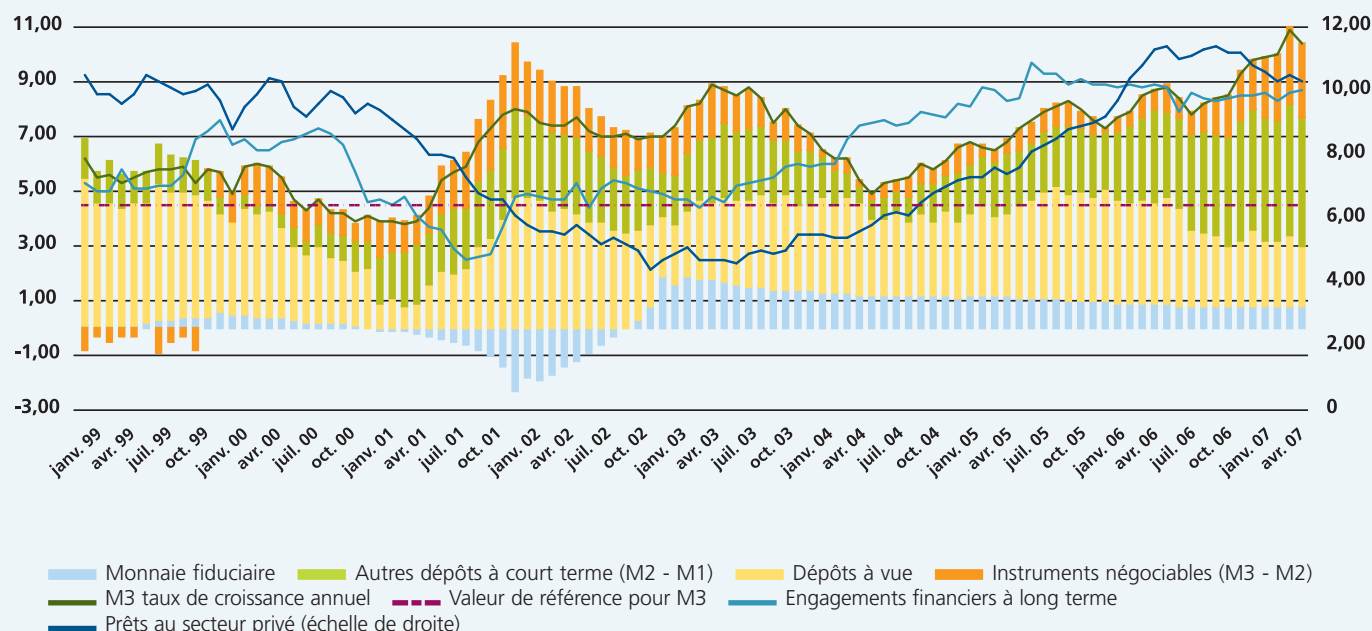
La progression annuelle moyenne de l'IPCH s'est élevée à 2,2% en 2006, sans changement par rapport à l'année précédente. Ce taux est légèrement supérieur au taux compatible avec la stabilité des prix, définie par le Conseil des gouverneurs comme une progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro inférieure à, mais proche de, 2% à moyen terme. Suite à une volatilité prononcée des prix du pétrole, le taux d'inflation a varié considérablement au cours de l'année passée. De plus, le déflateur du PIB signale que le taux d'inflation d'origine domestique, en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année passée, est resté contenu. Ainsi, malgré la continuation de la forte expansion monétaire et d'une croissance soutenue de l'activité économique, les tensions inflationnistes internes ont été mitigées grâce à l'effet de la forte concurrence mondiale et à l'ancrage solide des anticipations d'inflation à long terme à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Plus récemment, le taux d'inflation s'est inscrit entre 1,8% et 1,9% entre janvier et avril 2007 ; selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'IPCH s'est établi à 1,9% en mai.

En dépit de la hausse considérable des taux directeurs, la croissance de la monnaie et du crédit est restée très forte. La modération de la croissance monétaire au dernier trimestre 2005 et au début du troisième trimestre 2006 ne fut que transitoire. Au cours du troisième trimestre, la croissance annuelle de M3 s'est renforcée à nouveau pour atteindre un nouveau sommet historique en mars de l'année en cours, à 10,9%, confirmant ainsi la tendance positive observable depuis juillet 2006. L'analyse monétaire suggère que cette forte expansion s'explique non seulement par les effets stimulants du bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro, mais aussi par la vigueur de l'activité économique. Malgré le taux de croissance global de l'agrégat monétaire M3 en hausse, le relèvement des taux directeurs de l'Eurosystème semble avoir eu un impact sur les évolutions monétaires en 2006 et 2007 ; cette évolution est largement liée à un effet de substitution entre les différentes composantes de M3.

Au premier semestre 2006, comme en 2005, la dynamique monétaire fut toujours attribuable à l'évolution des composantes les plus liquides de M3, notamment les dépôts à vue inclus dans l'agrégat étroit M1. A partir du second semestre, par contre, l'expansion des autres dépôts à court terme (M2-M1) a fourni la contribution la plus importante à la croissance annuelle de M3. Ainsi, le taux de croissance annuel des dépôts à vue a diminué de 9,7% en janvier 2006 à 5,4% en avril 2007 ; au cours de cette période, le taux de croissance annuel des autres dépôts à court terme a cependant augmenté de 6,4% à 12,4%. En avril 2007, la contribution de M1 à la croissance annuelle de M3 était de 3,0%, alors que celle des autres dépôts à court terme s'inscrivait à 4,7%. L'écart de croissance important entre les différentes catégories de dépôts inclus dans l'agrégat large s'inscrit dans le cadre d'un processus de réaménagement de portefeuille déclenché par les écarts grandissants notamment entre la rémunération des dépôts à terme et celle des dépôts à vue. La croissance annuelle des instruments négociables (M3-M2) s'est aussi accélérée de 3,2% en janvier 2006 à près de 19,4% en avril 2007 ; la contribution de ces instruments à la croissance annuelle de M3 a atteint 2,7 points de pourcentage en fin de période.

S'agissant des contreparties de M3, la vigueur de l'expansion monétaire en 2006 reflète la forte croissance des créances des IFM. Plus spécifiquement, le taux de croissance des prêts au secteur privé s'est accru considérablement, ce qui s'explique principalement par le niveau des taux d'intérêt toujours bas, par les conditions favorables d'offre de crédit, l'activité économique en hausse et par le dynamisme des marchés de l'immobilier dans de nombreuses régions de la zone euro. L'expansion rapide des prêts au secteur privé s'est toutefois ralentie vers la fin de l'année passée, tout en restant à des niveaux élevés mais reflétant sans doute l'impact de la série des relèvements des taux directeurs de l'Eurosystème sur la dynamique des emprunts. Si la croissance des crédits aux ménages s'est légèrement modérée au cours de l'année passée, reflétant des taux d'intérêt en hausse ainsi qu'une stabilisation des marchés de l'immobilier dans certains pays de la zone euro, l'octroi de prêts aux sociétés non-financières (SNFs) s'est renforcé de 8,6% en janvier à 13,0% en décembre, pour s'inscrire à 12,2% en avril. L'accélération des crédits aux SNFs s'explique pour partie par une forte activité d'investissement, le volume d'opérations de fusions et d'acquisitions ainsi que par une certaine pré-alimentation en matière de fonds de financement en anticipation d'un redressement des conditions monétaires. Finalement, il convient de noter que les créances nettes des IFM envers les non-résidents se sont fortement accrues ces derniers mois.

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



Si le Conseil des gouverneurs a continué d'ajuster l'orientation de la politique monétaire en 2007 en relevant le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de 25 points de base lors de sa réunion du 6 juin 2007, il a souligné que la politique monétaire de la BCE restait accommodante. Le Conseil des gouverneurs souligne d'ailleurs qu'il demeure essentiel d'agir de manière résolue et en temps opportun pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. L'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long termes résultant de cet engagement constitue une condition indispensable pour que la politique monétaire favorise une croissance économique soutenable et la création d'emplois.

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

Après avoir atteint des niveaux historiquement bas en 2005, les taux de rendement des titres publics à long terme se sont redressés légèrement en 2006. Ce mouvement est devenu apparent aussi bien dans la zone euro que sur les marchés américains. Parmi la multitude de facteurs qui se montraient responsables de ce développement, l'augmentation sensible de la croissance en début 2006 ainsi que les prévisions positives de croissance à moyen terme en étaient les principales composantes.

Dans la zone euro les rendements des titres publics à long terme ont augmenté d'environ 65 points de base au cours de l'année 2006 (représentés par le taux de rendement du Bund à maturité de 10 ans dans le graphique 3). Les taux ont augmenté principalement au cours du premier semestre 2006, tandis que le deuxième semestre représentait une période de stabilisation. Après une reprise progressive et encore modérée au second semestre 2005, la croissance s'est accélérée au premier semestre 2006.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Depuis le début de l'année 2007 les taux se sont retrouvés à nouveau à la hausse en augmentant d'environ 30 points de base.

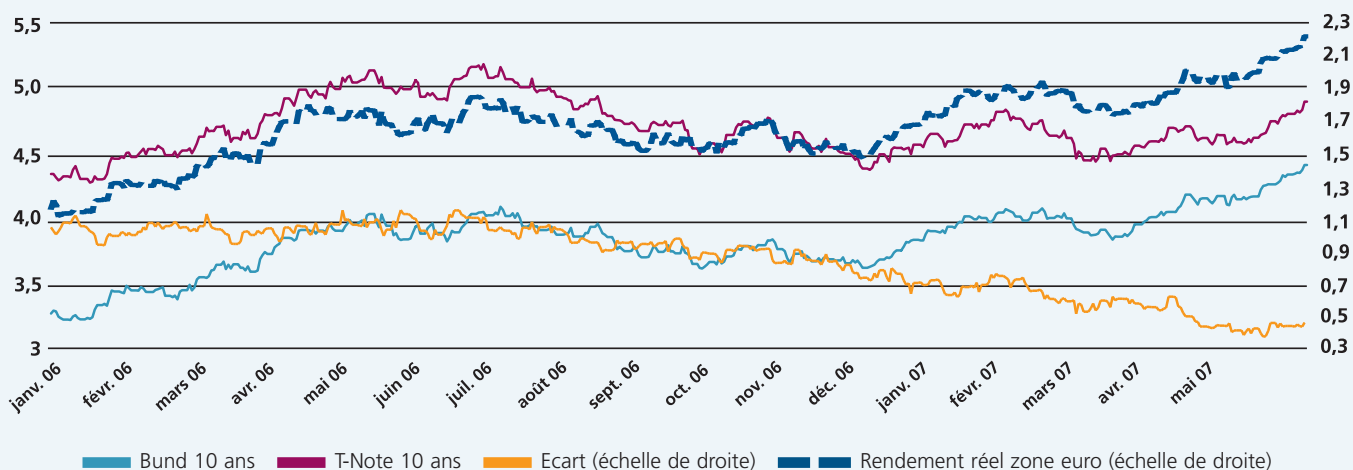
Au cours de 2006 les taux américains (représentés par la Treasury-Note à maturité de 10 ans) ont augmenté de 30 points de base. Alors que les taux des titres publics à long terme se sont développés de manière similaire des deux côtés de l'Atlantique durant le premier semestre 2006, le deuxième semestre a été caractérisé par une diminution de l'écart entre les taux américains et européens. Entre décembre 2005 et juin 2006 les taux ont augmenté de 80 points de base tant en Europe que de l'autre côté de l'Atlantique.

Globalement, cette augmentation semble refléter l'optimisme des investisseurs en ce qui concerne les perspectives de croissance. En même temps, les anticipations d'inflation ainsi que les primes de risque sur les marchés financiers sont restées relativement stables. Une indication dans ce sens est donnée par les taux de rendement réel représentés par l'OAT€i à dix ans (obligation émise par le Trésor français indexée sur l'IPCH hors tabac de la zone euro) qui a progressé de 57 points de base en 2006. Cette interprétation est supportée par la croissance relativement forte dans la zone euro, surtout au deuxième trimestre.

De plus, un environnement économique mondial favorable et des perspectives de croissance à un niveau supérieur ont supporté les taux des titres publics à long terme. L'ensemble de ces éléments expliquent la progression du taux d'intérêt réel.

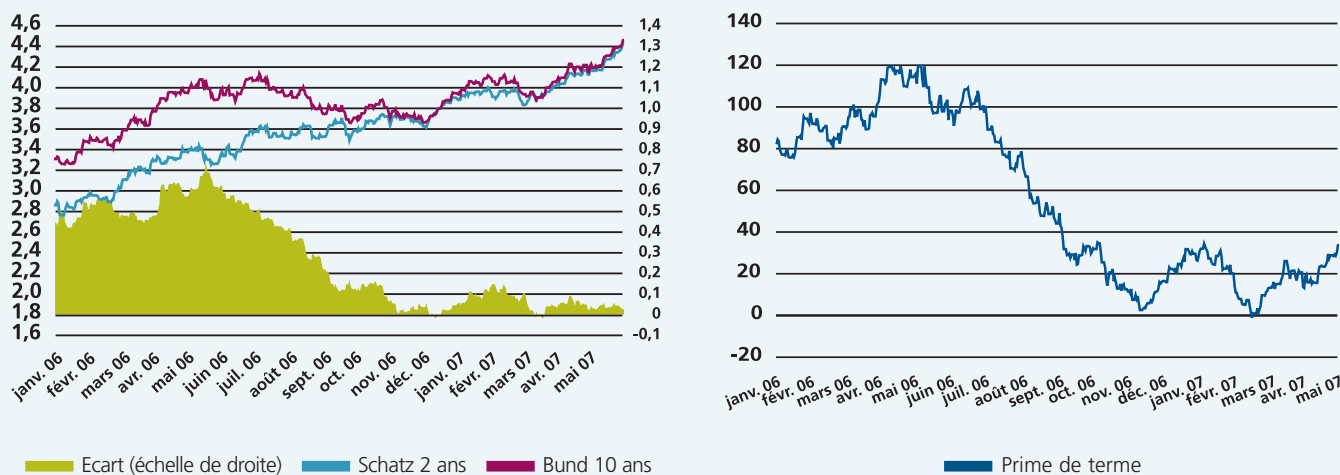
A partir du mois de juin 2006, les taux ont commencé à reculer, tant aux États Unis que dans la zone euro. Ceci était lié en partie à des turbulences sur les marchés boursiers mondiaux ayant débuté déjà en mai et menant les investisseurs internationaux à se tourner temporairement vers la sécurité relative des instruments liquides à revenu fixe. En outre, le renchérissement des prix du pétrole affectait les perspectives de croissance, ainsi qu'un début de ralentissement de l'économie américaine. Depuis fin 2006, la croissance des taux des titres publics à long terme de la zone euro a repris de vigueur. Aux États Unis, un ralentissement de la croissance ainsi que des incertitudes concernant entre autres le marché immobilier, la politique monétaire et la stabilité des marchés de crédit ont ralenti la hausse depuis le début de 2007. En plus, la diminution de l'écart avec les taux directs de la politique monétaire commence à influencer les rendements des instruments obligataires.

GRAPHIQUE 3 : LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME



Source : Bloomberg

GRAPHIQUE 4 : APLATISSEMENT DE LA COURBE DES RENDEMENTS



Sources : BCE, Bloomberg

Un développement remarquable lié aux taux des titres publics à long terme est l'aplatissement de la courbe des rendements de la zone euro durant l'année 2006. Le graphique 4 montre l'évolution de l'écart entre le rendement des obligations allemandes à maturité de 10 et de 2 ans depuis le début 2006. Si l'écart s'élevait à plus de 40 points de base en début de 2006, il était devenu nul, voire négatif vers la fin de 2006. Depuis l'écart est resté faible, n'excédant pas les 20 points de base. On retrouve le même phénomène pour l'évolution de la 'prime de terme' (c.-à-d. la différence entre les taux des titres publics à long terme et l'Euribor de 3 mois). Celle-ci se trouvait à environ 80 points de base en janvier 2006. Après un maximum de 120 points de base en mai et juin 2006, elle était réduite à des valeurs proches de zéro vers la fin de l'année.

Historiquement, un tel développement a souvent précédé un ralentissement de l'économie ou même une récession. Toutefois, dans le présent contexte, il semble plutôt être lié à une forte baisse des primes de risque incluses dans la prime de terme. Ceci témoigne d'une évaluation très modérée des risques par les marchés, en partie liée aux basses anticipations d'inflation. Depuis le début de l'année 2007 la courbe des rendements s'est déplacée vers le haut. Toutefois, les taux des titres à différentes maturités restent très proches les uns des autres.

1.1.3 Les marchés boursiers

En continuation de leur tendance haussière entamée en 2003, les cours des actions de la zone euro ont progressé au cours de l'année sous revue. L'indice Dow Jones EuroStoxx a avancé de 20,2%, le portant à 395,63 fin 2006. Ainsi, cet indice a affiché une progression supérieure à l'indice américain S&P500 (+13,6%) et à l'indice japonais Nikkei 225 (+6,9%). La performance des actions de la zone euro s'est néanmoins légèrement ralentie par rapport à l'année précédente (+23,0%). Par ailleurs, la performance exceptionnelle dont faisait preuve l'indice japonais en 2005 (+40,2%) ne fut que transitoire.

La forte progression des cours des actions de la zone euro est largement imputable à la profitabilité accrue des entreprises suite aux efforts de restructuration des bilans, mais aussi à l'importance des fusions et acquisitions ; plus généralement, la progression des actions s'explique par la forte croissance économique qui s'est inscrite en moyenne au-dessus de son potentiel. Contrairement à l'épisode des fortes progressions boursières en fin des années quatre-vingt-dix, la profitabilité accrue des entreprises de la zone euro entraînait des ratios de capitalisation des résultats (price-earnings ratios) proches de leurs valeurs moyennes à long terme.

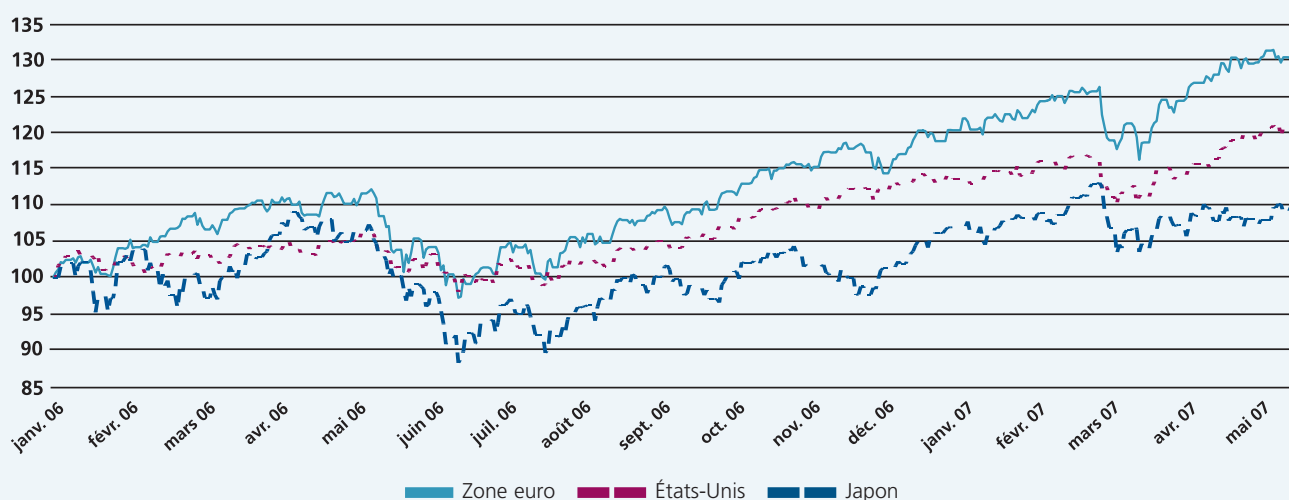
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Globalement, la progression des cours des actions a continué en 2007. Ainsi, entre décembre 2006 et mi-mai 2007, les indices boursiers ont augmenté de 8,6% pour le Dow Jones Eurostoxx, de 5,8% pour le S&P500 et de 1,8% pour le Nikkei 225. En février 2007, le Dow Jones EuroStoxx ainsi que le S&P500 atteignaient leurs sommets respectifs de six ans. Par ailleurs, l'incertitude quant à l'évolution des taux d'intérêt à court terme a diminué début 2007 ; la progression des cours des actions s'est généralement appuyée - entre autres - sur des fondamentaux des entreprises favorables, un faible taux de défaillance, ainsi qu'une appétence prononcée des investisseurs pour le risque.

Malgré cette progression globale des cours des actions depuis début 2006, l'activité boursière a connu deux épisodes majeurs de recul des cours boursiers. En mai 2006, l'émergence de craintes quant à la soutenabilité de la forte progression des cours a culminé dans une chute prononcée des cours boursiers mondiaux, notamment pour ce qui est des pays émergents (l'indice des actions des pays émergents MSCI a reculé de 11%). Quelques marchés affichaient un recul même plus important, par exemple en Russie (-24%) et en Inde (-17%). Globalement, les indices boursiers mondiaux ont reculé d'environ 13% à cette époque. La plupart des opérateurs de marchés estimaient d'ailleurs que la baisse des cours n'était pas justifiée par une détérioration des données économiques fondamentales. En revanche, les turbulences semblaient s'expliquer par un recul de l'appétence des investisseurs pour le risque. L'hypothèse d'une réévaluation du risque par les marchés est soutenue par la tendance haussière simultanée des volatilités implicites.

S'agissant du deuxième recul prononcé des cours fin février 2007, elle fut attribuable aux incertitudes des investisseurs suite à une forte contraction du marché chinois, et des marchés asiatiques en général ; par exemple, le 27 février 2007 une chute de 9,6% fut enregistrée à la bourse de Shanghai. Néanmoins, l'impact sur les marchés mondiaux - bien qu'important - n'atteignait pas l'envergure des turbulences de mai 2006.

GRAPHIQUE 5 : LES GRANDS INDICES BOURSERS DANS LA ZONE EURO, AUX ÉTATS-UNIS ET AU JAPON
(INDICE : 01/01/2006 = 100 ; DONNÉES QUOTIDIENNES)



Source : Bloomberg

1.1.4 Les taux de change

Au cours de l'année 2006, l'euro a connu une forte progression face aux principales devises internationales. L'appréciation avait débuté en fin 2005 et a continué tout au long de l'année passée. Pendant que l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain, du yen japonais et du renminbi chinois (représentant ensemble plus de 40% des échanges commerciaux de la zone euro entre 1999 et 2001), il a toutefois chuté par rapport à la livre sterling. La majeure partie de l'appréciation s'est produite dans la première partie de l'année. Le deuxième semestre était caractérisé par une phase de stabilisation des taux de change suivie d'une nouvelle augmentation entre octobre et fin décembre 2006.

Ainsi, le taux de change effectif nominal (soit le taux de change de l'euro par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la zone euro) a augmenté de 4,9% en 2006. En rallongeant la période jusqu'au 15 mai 2007, le taux d'appréciation était de 7,2%. La majeure partie est due à la progression de 11% jusqu'au 29 décembre 2006 (et de 14% jusqu'au 15 mai 2007) de l'euro par rapport au dollar américain. La progression par rapport au yen japonais était de 12% (16%), au renminbi de 7,6% (9,1%) et au franc suisse de 3,5 % (6%). La dépréciation par rapport à la livre sterling était de 1,9% à la fin de 2006 et de 0,3% en mai 2007.

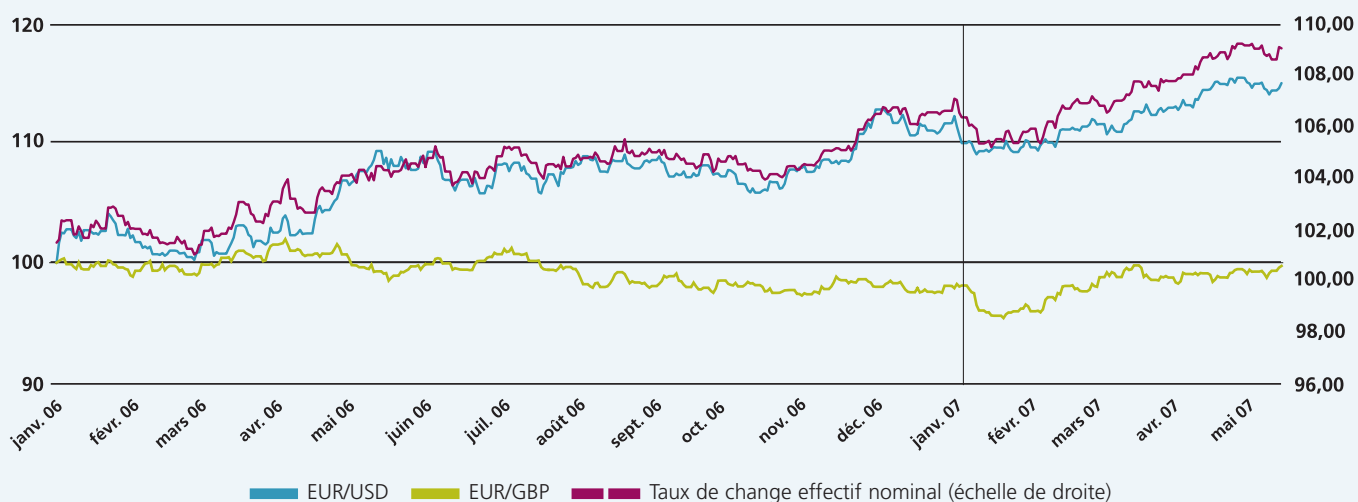
La progression relativement forte de l'euro par rapport au dollar américain trouve plusieurs explications. Au début de l'année 2006, les taux de croissance européens et l'amélioration des perspectives de croissances à court et moyen termes ont soutenu la devise commune. En même temps, les cycles économiques des deux côtés de l'Atlantique semblaient diverger. En même temps que la croissance de la zone euro augmentait, plusieurs risques ont assombri les attentes des opérateurs de marché du côté américain.

D'une part, le déficit courant continuait à poser un problème tandis que, d'autre part, se manifestaient des signes d'un ralentissement de l'économie américaine. De plus, le marché immobilier faisait peser des doutes sur la stabilité du secteur financier américain. Ces éléments déprimaient le dollar américain en faveur de l'euro. En octobre 2006, de nouveaux signes d'un ralentissement de l'économie américaine apparaissaient, ce qui, ensemble avec le rétrécissement du différentiel des taux d'intérêt à court terme, donnaient un nouveau dynamisme à l'euro.

Par rapport au yen japonais, l'euro a progressé de manière très régulière au cours de l'année 2006. Cette progression se faisait en dépit d'une croissance japonaise (2,8% en 2006) soutenue et ininterrompue. L'explication de la faiblesse de la devise japonaise continue d'être les faibles taux de rendement sur les actifs des marchés financiers japonais. Ceci est lié en partie aux taux directeurs de la politique monétaire qui après une longue période ont enfin quitté le niveau de 0% en 2006, mais qui toutefois demeurent à un niveau historiquement très bas. Ainsi les rendements faibles des instruments japonais incitent des opérations de portage (carry trades) de grande importance et envergure et qui tendent à affaiblir le yen.

Finalement, le taux de change effectif nominal est resté endéans des bornes relativement restreintes pendant les deux premiers mois de 2007. A partir de mars 2007 le taux de change précité a repris le dynamisme connu au premier semestre 2006. Ceci est lié à plusieurs facteurs : les conditions économiques favorables dans la zone euro ayant engendré une forte croissance des investissements, le rétrécissement soutenu du différentiel des taux d'intérêt à long terme des deux côtés de l'Atlantique (avec un écart restant de 50 points de base), et des incertitudes multiples concernant le futur proche de l'activité économique aux États Unis.

GRAPHIQUE 6 : TAUX DE CHANGE



* Le cours du 2 janvier 2006 sert comme base (=100) de l'évolution des cours du EUR/USD et du EUR/GBP.
 + Le taux de change effectif nominal (TCEN) est calculé par la BCE. La base correspond au cours du premier trimestre 1999.

Sources : Bloomberg, BCE

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1.5 Les prix à la consommation

Comme l'année précédente, la progression de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) global dans la zone euro a atteint 2,2% en moyenne en 2006, dépassant ainsi le niveau correspondant à la définition de la stabilité des prix retenue par le Conseil des gouverneurs de la BCE, à savoir une inflation annuelle inférieure à, mais proche de 2%. Le maintien de l'inflation à ce niveau s'explique essentiellement par l'évolution des prix du pétrole et des autres matières premières.

Le profil d'évolution de l'IPCH global en 2006 a reflété les variations à court terme des prix de l'énergie ainsi que les effets de base liés à la hausse de ces prix en 2005. Les prix des produits pétroliers ont flambé au cours de la première moitié de l'année, portant ceux-ci à un niveau record en août 2006. Cette tendance haussière s'est inversée au cours de la seconde moitié de l'année, comme l'illustre le recul du taux annuel de la composante énergétique de l'IPCH de 12,2% au premier trimestre à 1,5% au quatrième trimestre de 2006. L'inflation a été tempérée durant la plus grande partie de 2006 par des effets de base favorables liés aux fortes hausses des cours de l'énergie en 2005.

Les hausses des prix des produits alimentaires non transformés ont été nettement plus marquées en 2006 que les années antérieures en raison des conditions météorologiques défavorables durant l'été 2006, qui ont réduit l'offre de fruits et légumes, mais également en raison de la contribution croissante des prix de la viande.

En 2006, l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie a affiché un rythme annuel de progression de 1,5% en moyenne, soit un taux globalement stable par rapport à l'année précédente. Cependant, le rythme annuel de ce même sous-indice s'est inscrit en légère hausse en 2006, pour s'établir à 1,6% au dernier trimestre de 2006, après avoir affiché 1,4% au premier trimestre de 2006.

Cette tendance haussière s'explique essentiellement par l'augmentation du taux de progression annuel des prix des produits manufacturés hors énergie, qui est passé de 0,4% en début d'année à 0,8% au dernier trimestre de 2006. La hausse des prix des services a été assez stable autour de 2% en 2006, bien que le rythme moyen soit plus modéré que celui observé l'année précédente. Globalement, la répercussion du renchérissement passé du pétrole et d'autres matières premières sur les prix à la consommation est restée modérée.

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

	2005	2006	2005	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007	2007	
			T4	T1	T2	T3	T4	T1	janv.	févr.	mars	avril	mai
IPCH Global	2,2	2,2	2,3	2,3	2,5	2,2	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
dont													
- Produits alimentaires non transformés	0,8	2,8	1,4	1,4	1,6	3,9	4,1	3,1	3,7	2,7	2,9	3,9	
- Produits alimentaires transformés	2,0	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2	2,1	1,9	1,9	
- Produits manufacturés hors énergie	0,3	0,6	0,4	0,4	0,7	0,7	0,8	1,1	0,9	1,1	1,2	1,1	
- Énergie	10,1	7,7	11,1	12,2	11,6	6,3	1,5	1,2	0,9	0,8	1,8	0,4	
- Services	2,3	2,0	2,1	1,9	2,0	2,0	2,1	2,4	2,3	2,4	2,4	2,5	
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,6	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	

Source : Eurostat

En ce qui concerne l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro début 2007, le rythme de progression annuel de l'IPCH a oscillé entre 1,8% et 1,9% au cours des mois de janvier à avril 2007. La progression des prix des services et des produits alimentaires non transformés a été assez prononcée début 2007. Le rythme de progression annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie s'est accéléré en ce début d'année, avec des valeurs comprises entre 1,8% et 1,9%.

L'estimation rapide d'Eurostat fait apparaître que la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à 1,9% en mai 2007, ce qui est inchangé par rapport au mois précédent. Cependant, on ne dispose pas encore d'informations détaillées relatives aux variations des composantes de l'IPCH pour le mois de mai.

Selon les projections des experts de l'Eurosystème, la hausse moyenne de l'IPCH devrait se situer entre 1,8% et 2,2% en 2007 et entre 1,4% et 2,6% en 2008. Par rapport aux projections de mars 2007 des services de la BCE, ces résultats constituent une révision à la hausse de l'intervalle de projection pour l'inflation en 2007, ce qui reflète principalement des cours du pétrole plus élevés. La fourchette relative à l'année 2008 demeure quant à elle inchangée.

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

Après avoir marqué un ralentissement en 2005 (1,4% contre 2,0% en 2004), la croissance du PIB réel de la zone euro s'est repositionnée sur un sentier de croissance consolidée en 2006 affichant 2,9% ce qui la place à un niveau supérieur aux estimations disponibles du potentiel de croissance. Ce taux de progression de l'activité économique est le plus élevé observé depuis le ralentissement conjoncturel qui a commencé en 2001. Pour rappel, la période prolongée de faible croissance qui a suivi 2001 avait été entretenue par le cumul de différents facteurs tels que le manque de résistance de l'économie à différents chocs, les très fortes hausses des cours pétrole, l'atonie de la demande intérieure ainsi que l'important réajustement à la baisse des prix des actifs financiers et le besoin urgent pour les entreprises de restructurer leurs bilans. L'estimation rapide de la croissance du PIB pour le premier trimestre 2007 qui s'établit à 0,6% en glissement trimestriel et à 3,1% en glissement annuel corrobore cette consolidation de l'activité observée en 2006.

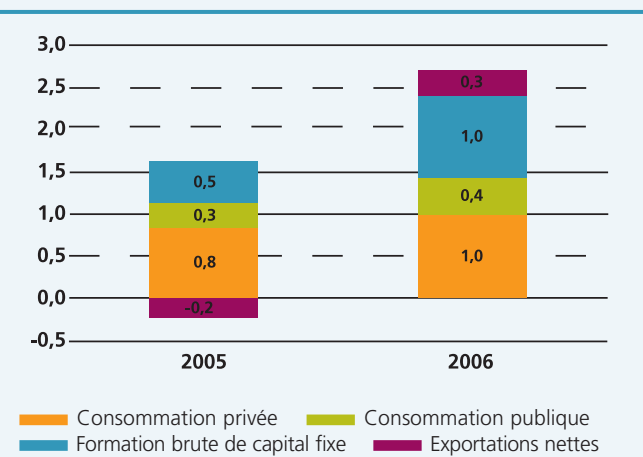
Plus en détail, l'examen des différentes composantes du PIB révèle que la demande intérieure a été le principal moteur du redressement de la croissance en 2006 (avec une contribution de 2,4pp contre 1,6pp en 2005), les exportations nettes ayant quant à elles apporté une contribution marginale à la croissance économique (de 0,3pp après -0,2pp en 2005).

S'agissant des composantes de la demande intérieure, la contribution de l'investissement à la progression du PIB en 2006 a été plus substantielle (1,0pp contre 0,5pp l'année précédente) à la faveur de la hausse des marges bénéficiaires, des perspectives bien orientées de la demande et de conditions de financement externe toujours propices. En outre, l'investissement dans la construction a été particulièrement dynamique en 2006. Portée par une plus forte progression du revenu réel disponible dans un contexte d'amélioration de la confiance des consommateurs et de la situation sur le marché de l'emploi, la consommation privée a vu sa part contributive à la croissance du PIB augmenter seulement légèrement en 2006 (1,0pp contre 0,8pp en 2005). Nonobstant, l'impact négatif du renchérissement des coûts de l'énergie sur le pouvoir d'achat des ménages, le revenu réel disponible des ménages s'est accru principalement sous les effets conjugués de la progression des revenus non-salariaux et du renforcement de la progression soutenue de l'emploi tout au long de l'année sous revue.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Sur le plan externe, le renforcement de la progression des exportations, qui met en lumière une situation mondiale généralement favorable en particulier dans les principaux pays partenaires commerciaux de la zone, a été quasi-neutralisé par un redressement substantiel de la croissance des importations qui ont été dopées par le raffermissement de l'activité intérieure. Par conséquent, la contribution des exportations nettes n'a que marginalement contribué à la croissance du PIB en 2006.

GRAPHIQUE 7 : CONTRIBUTIONS DES DIFFÉRENTES COMPOSANTES À LA CROISSANCE ANNUELLE DU PIB (EN PP À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS ET HORS VARIATION DE STOCKS)



Sources : Eurostat, calculs BCL

Dans une optique prospective, selon le scénario de base établi respectivement par l'Eurosysteme, la Commission européenne et l'OCDE, les perspectives d'évolution à moyen terme demeurent favorables au sein de la zone euro.

Plus en détail, après la progression de 2,9% du PIB en volume de la zone euro observée en 2006, la première estimation d'Eurostat relative au premier trimestre de l'année 2007 indiquant une progression de 0,6% en rythme trimestriel, le PIB devrait croître selon les dernières projections de l'Eurosysteme à des taux trimestriels d'environ 0,6% au cours de l'horizon de projection. Dans ce contexte, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume s'établirait entre 2,3% et 2,9% en 2007 et entre 1,8% et 2,8% en 2008. Par rapport aux projections de mars 2007 établies par les services de la BCE, les fourchettes prévues pour la progression du PIB en volume en 2007 se situent dans la partie supérieure des fourchettes de mars.

Pour 2008, les fourchettes ont été légèrement révisées à la baisse, dans le sillage des hausses des cours du pétrole et des cours de change de l'euro.

Parmi les facteurs à l'origine de cette évolution, la consommation privée augmenterait pour sa part globalement en phase avec le revenu réel disponible, qui a, d'une part, absorbé les effets des relèvements de la fiscalité indirecte au début de 2007 et qui devrait, d'autre part, profiter de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Ainsi, la consommation privée enregistrerait une croissance en glissement annuel comprise entre 1,7% et 2,1% en 2007 et entre 1,6% et 2,8% en 2008. La consommation publique se placerait quant à elle sur un sentier de croissance modérée s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,0% et 2,0% en 2007 et en 2008. La progression de la formation brute de capital fixe demeurerait dynamique dans un contexte caractérisé par des conditions de financement toujours favorables, des bénéfices élevés et des perspectives d'évolution optimistes de la demande. Dès lors, le taux de croissance annuel moyen de la formation brute de capital fixe s'inscrirait dans un intervalle de 3,8% à 6,0% en 2007 et de 1,9% à 5,1% en 2008.

Sur le plan externe, le taux de variation annuel moyen des exportations totales, qui incluent les échanges à l'intérieur de la zone euro, serait compris entre 4,8% et 7,6% en 2007 et entre 4,0% et 7,2% en 2008. Néanmoins, les parts de marché à l'exportation hors zone euro diminueraient légèrement sur l'horizon de projection en raison du renforcement de la concurrence mondiale et des effets retardés des pertes de compétitivité-prix subies précédemment. Le rythme de croissance annuel des importations totales devrait être quasiment du même ordre que celui des exportations, à savoir dans des fourchettes comprises entre 4,6% et 8,0% en 2007 et entre 3,9% et 7,3% en 2008. Par voie de conséquence, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement neutre au cours de l'horizon de projection.

TABEAU 2 : PROJECTIONS ET PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO (TAUX DE PROGRESSION ANNUELS)

	2006	2007	2008
Prévisions de la Commission européenne			
PIB réel	2,7	2,6	2,5
Projections de l'OCDE			
PIB réel	2,8	2,7	2,3
Projections de juin de l'Eurosystème			
PIB réel	2,9	2,3 - 2,9	1,8 - 2,8
Consommation privée	1,8	1,7 - 2,1	1,6 - 2,8
Consommation publique	2,0	1,0 - 2,0	1,0 - 2,0
Formation brute de capital fixe	5,1	3,8 - 6,0	1,9 - 5,1
Exportations de biens et de services	8,5	4,8 - 7,6	4,0 - 7,2
Importations de biens et de services	8,0	4,6 - 8,0	3,9 - 7,3

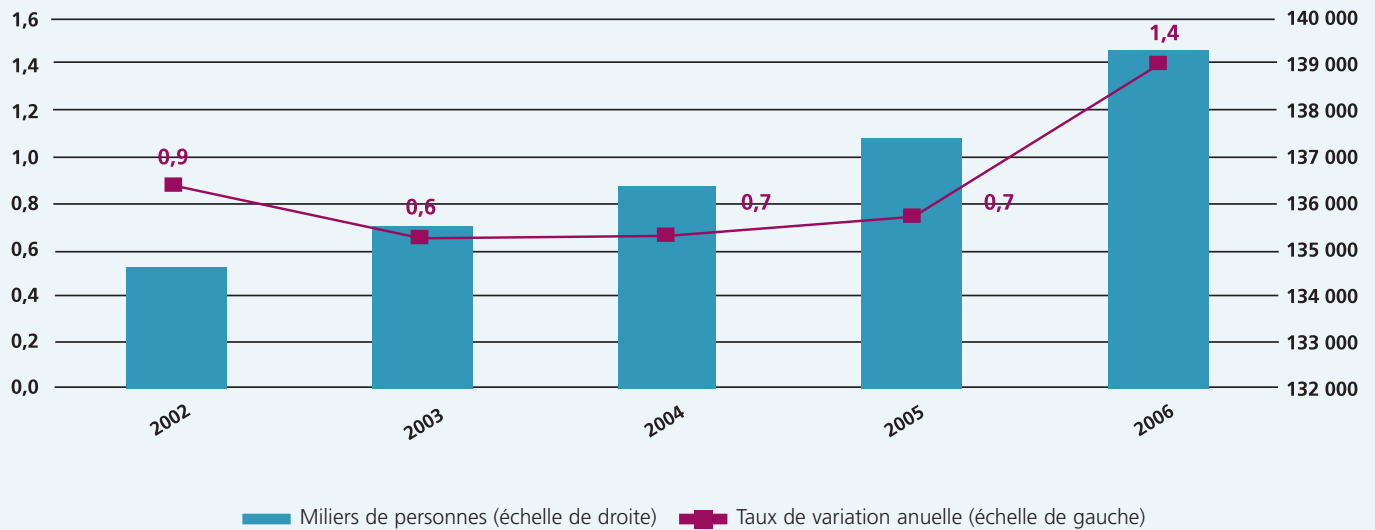
Sources : Commission européenne, OCDE et Eurosystème

La situation sur le marché du travail s'est encore améliorée en 2006 dans le sillage du renforcement de l'activité économique. Pour rappel, après être restée largement inchangée de 2003 à 2005 autour de 0,7% en moyenne, la croissance annuelle de l'emploi s'est accélérée en 2006 affichant 1,6% soit une augmentation du niveau de l'ordre de deux millions de personnes supplémentaires occupant un emploi au sein de la zone euro (1,9 millions plus précisément).

Les données disponibles sur le front du chômage étayent cette embellie puisque le taux de chômage a poursuivi sa baisse graduelle tout au long de 2006 pour se placer au dessous de la barre de 8,0% en moyenne (7,9% plus précisément). D'ailleurs, les données disponibles pour le premier trimestre de 2007 s'inscrivent dans le sillage de cette trajectoire de repli pour finalement s'inscrire à 7,2% en mars 2007. A noter que ce dernier taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières correspond au niveau le plus bas observé depuis la création de la série en 1993. Ceci indique que cette baisse entamée depuis le second semestre de 2005 est en partie imputable à une amélioration de fond de la situation résultant de l'incidence des réformes structurelles qui ont été mises en place dans certains pays de la zone euro. Les perspectives demeurent toutefois tributaires de la mise en œuvre de ces réformes qui visent à flexibiliser le marché du travail dans l'ensemble des pays membres dans un contexte de politique monétaire unique afin d'améliorer la capacité d'adaptation et la résistance aux chocs de l'ensemble de l'économie de la zone euro.

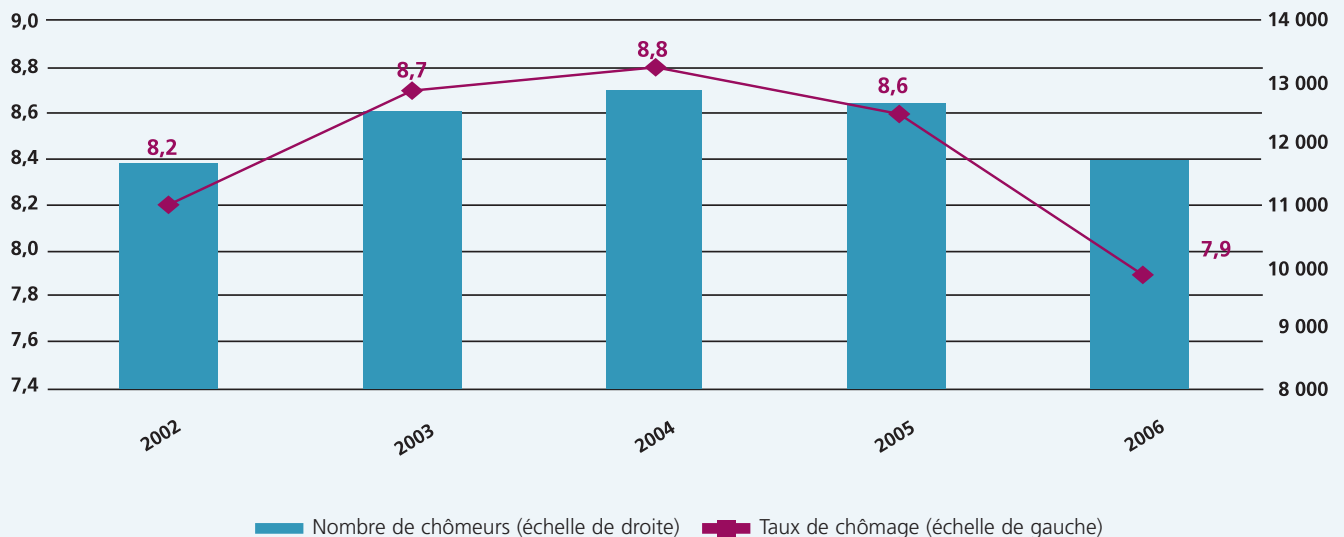
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 8 : VARIATION ANNUELLE ET NIVEAU DE L'EMPLOI TOTAL (À L'ERREUR D'ARRONDI PRÈS)



Source : Eurostat

GRAPHIQUE 9 : NOMBRE DE CHÔMEURS (MILLIERS DE PERSONNES) ET TAUX DE CHÔMAGE STANDARDISÉ POUR LA ZONE EURO (EN % DE LA POPULATION ACTIVE)



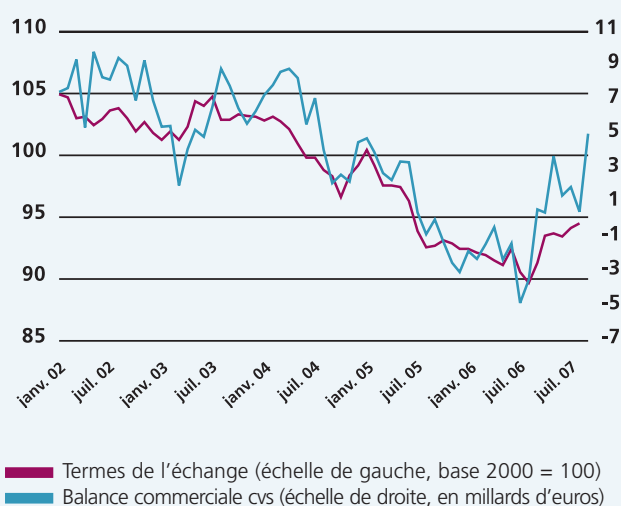
Source : Eurostat

1.1.7 Le commerce extérieur

Pour la première fois depuis l'année 2000, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit de 9,7 milliards en 2006 contre un excédent de 14,8 milliards en 2005. Cette dégradation du solde commercial s'explique par la croissance plus rapide des importations de biens que celle des exportations. Ces dernières ont en effet enregistré une hausse de 11,1% en valeur contre 13,3% pour les importations. En volumes, la croissance des exportations (7,7%) s'est toutefois avérée supérieure à celle des importations (5,9%, voir graphique 11). Le différentiel de croissance en valeur provient donc d'une évolution défavorable des prix relatifs. Ceux-ci se sont en effet détériorés de 3,8%, les valeurs unitaires à l'importation ayant augmenté de 7,4% en 2006 contre 3,6% pour les exportations. Le renchérissement des produits pétroliers et des autres matières premières constitue le principal facteur explicatif de la dégradation des termes de l'échange et donc du déficit du commercial de la zone euro.

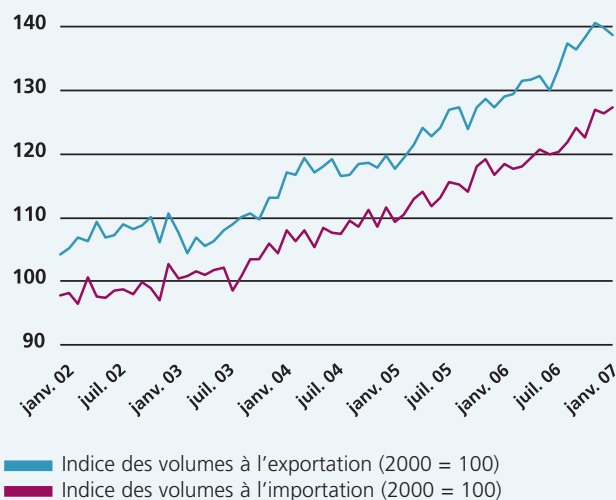
Les dernières données mensuelles disponibles montrent que la tendance à la dégradation du solde commercial s'est arrêtée depuis septembre 2006 notamment sous l'effet d'une amélioration des termes de l'échange (voir graphique 10). Ainsi en données corrigées des variations saisonnières (cvs), après avoir déjà dégagé un surplus de 5,7 milliards au quatrième trimestre 2006, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un excédent de 7,5 milliards au premier trimestre de 2007 comparé à un déficit de 5,4 milliards au premier trimestre de 2006.

GRAPHIQUE 10 : ÉVOLUTIONS MENSUELLES DES TERMES DE L'ÉCHANGE ET DU SURPLUS COMMERCIAL DE LA ZONE EURO (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES, CVS)



Source : Eurostat

GRAPHIQUE 11 : ÉVOLUTION EN VOLUMES DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO



Source : Eurostat

La ventilation du commerce extérieur par principales catégories de biens montre que sur toute l'année 2006, les excédents sur les machines et matériels de transport (155 milliards d'euros) ainsi que sur les produits chimiques et connexes (80 milliards) ont respectivement progressé de 14,8% et de 11,4%. Par contre le surplus sur les produits manufacturés classés selon la matière première a poursuivi sa contraction (-17,6% à 30 milliards d'euros). Dans les échanges de biens pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde négatif, les produits pétroliers ont vu leur déficit progresser de 22,5% à 247 milliards d'euros sur toute l'année 2006. De même, le déficit en matières brutes, huiles et graisses s'est alourdi de 19,5% (32,8 milliards) suite à la hausse généralisée des cours de ces produits.

Les évolutions du commerce extérieur selon les principaux partenaires de la zone euro montrent que l'excédent envers les Etats-Unis a grimpé à 71 milliards d'euros en 2006 contre 65 milliards en 2005. On note également une progression de 14% de l'excédent vis-à-vis de la Suisse (14,5 milliards) et une croissance de 3,8% à 15,5 milliards pour le surplus vis-à-vis des trois pays candidats à l'adhésion (Croatie, Turquie et Macédoine). L'excédent à l'égard du Royaume-Uni s'est en revanche légèrement contracté de 2,9% à 49 milliards pour toute l'année 2006. Les déficits ont fortement progressé dans les échanges avec les pays producteurs de pétrole : les pays membres de l'OPEP (+31% à 48,4 milliards d'euros), la Russie (+22,6% à 39,7 milliards), la Norvège (+21% à 26 milliards) et quelques pays d'Afrique (+41,7% à 32,4 milliards). Par ailleurs, le traditionnel déficit vis-à-vis de la Chine (89,8 milliards, soit le plus lourd déficit) et celui à l'égard du Japon (21,6 milliards) ont progressé respectivement de 20% et de 13,3%.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

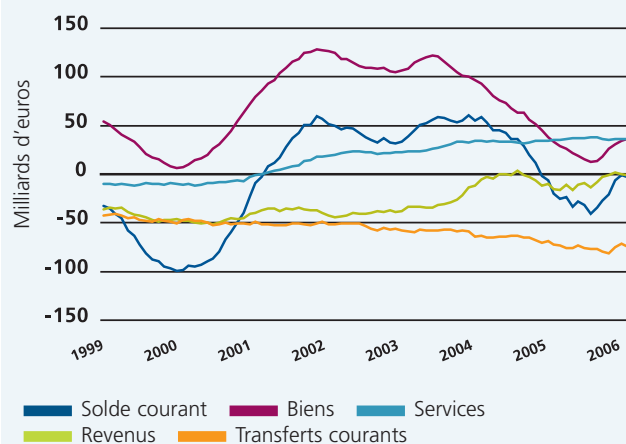
1.1.8 La balance des paiements

Au cours de l'année 2006, le compte courant de la zone euro s'est soldé par un léger déficit de 6,1 milliards d'euros (0,1% du PIB) comparé à un déficit de 1,8 milliard d'euros en 2005. Cette hausse s'explique essentiellement par une évolution défavorable au niveau du surplus des marchandises qui a chuté de 15,5 milliards d'euros pour s'établir à 30,5 milliards sur toute l'année 2006. En entraînant une hausse plus rapide des importations que celle des exportations, le renchérissement du pétrole et des autres matières premières constitue le principal facteur à la base de la forte contraction (-33%) de l'excédent des marchandises (cfr. section 1.1.7 ci-dessus).

Concernant les trois autres balances partielles du compte courant, la zone euro a bénéficié d'une évolution très favorable dans le solde des revenus qui est passé d'un déficit de 11 milliards d'euros en 2005 à un excédent de 1,9 milliard en 2006. La balance courante a également bénéficié d'une hausse de 5% au niveau de l'excédent des services (36 milliards en 2006). En revanche, la hausse de 7% du déficit des transferts courants (75 milliards) a eu un impact négatif sur la balance courante.

Selon les dernières données disponibles, le solde courant de la zone euro s'est toutefois amélioré au premier trimestre de 2007 en dégagant un excédent de 7 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en mars 2007 comparé à un déficit de 25,6 milliards sur la même période de 2006. Cette embellie est le résultat d'une forte contraction du déficit des revenus accompagnée d'une légère hausse de l'excédent des biens et services.

GRAPHIQUE 12 : ÉVOLUTION DES SOLDES DU COMPTE COURANT CUMULÉS SUR DOUZE MOIS



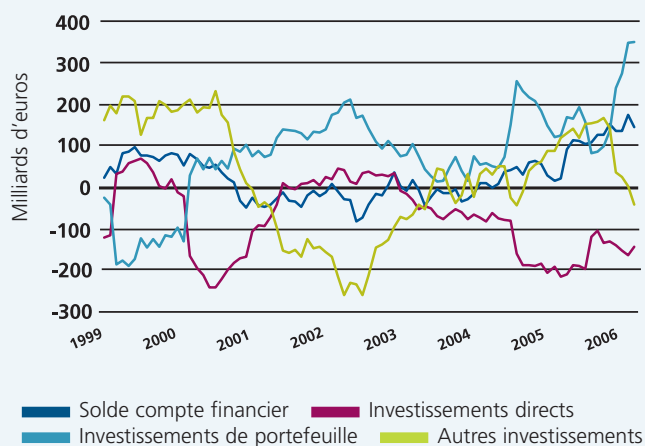
Source : BCE

Dans les transactions du compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 134 milliards d'euros en 2006 contre 25 milliards en 2005. Cette évolution s'explique essentiellement par une hausse des entrées au titre d'investissements de portefeuille (passant de 146 milliards d'euros en 2005 à 273 milliards en 2006) et par une forte réduction des sorties au titre d'investissements directs (passant de 210 milliards en 2005 à 156,7 milliards en 2006).

L'importante progression des entrées nettes sur investissements de portefeuille est due en grande partie à la forte hausse des achats nets d'actions et d'obligations de la zone euro par les investisseurs non-résidents. Les rendements relativement meilleurs sur les marchés boursiers de la zone euro et la hausse des taux d'intérêt (Cfr. Sections 1.1.3 et 1.1.4 ci-dessus) ont été à la base de cette préférence pour les actions et pour les obligations émises dans la zone euro. Dans les "autres investissements", les entrées nettes de 21,6 milliards d'euros en 2006 résultent d'une augmentation des emprunts des "autres secteurs" auprès des non-résidents.

Toutes les entrées nettes évoquées ci-dessus (294 milliards au total) ont été partiellement compensées par des sorties nettes au titre d'investissements directs. Même si leur croissance était négative par rapport à l'année 2005, les nouveaux investissements directs réalisés par les entreprises de la zone euro se sont poursuivis au cours de l'année 2006, notamment aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans les nouveaux pays membres de l'UE.

GRAPHIQUE 13 : ÉVOLUTION DES SOLDES DU COMPTE FINANCIER CUMULÉS SUR DOUZE MOIS



Source : BCE

1.2 La situation économique au Luxembourg

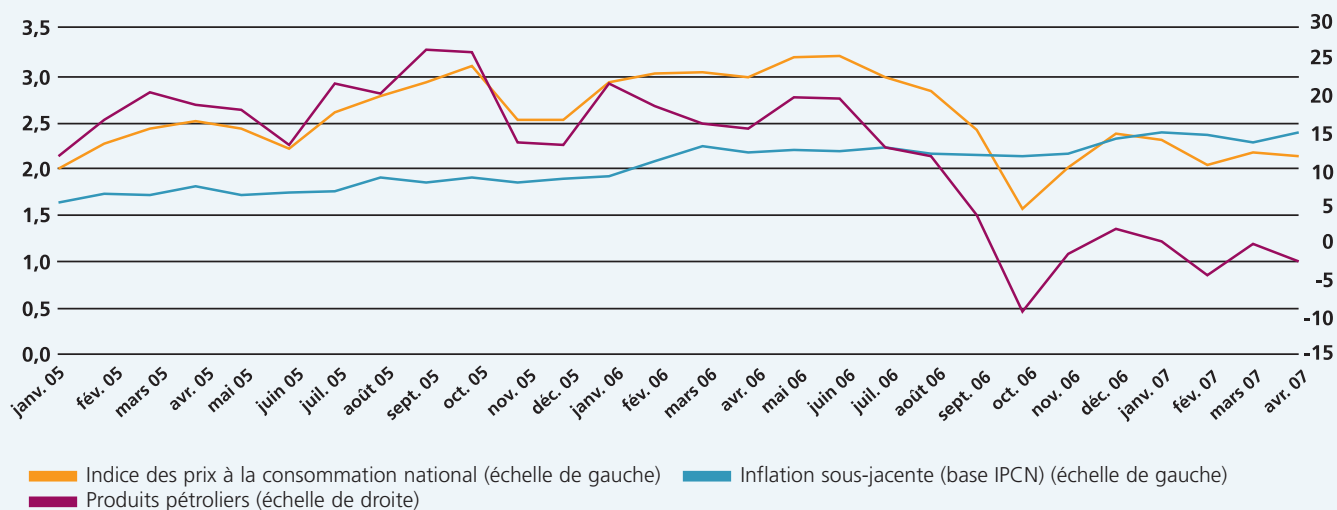
1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

En moyenne, l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a progressé de 2,7% en 2006, ce qui représente 0,2 point de pourcentage de plus qu'en 2005, soit la troisième année consécutive de hausse. Cette accélération de l'inflation observée en 2006 est liée à la fois à l'incidence des prix des produits pétroliers et à l'accroissement des tensions inflationnistes sous-jacentes.

Entre décembre 2005 et juin 2006, la hausse de l'IPCN en glissement annuel est passée de 2,5% à 3,2%, soit le taux de progression le plus élevé depuis mai 2001. Après avoir culminé en juin 2006, l'inflation a enregistré un mouvement de ralentissement, revenant à 1,5% en octobre, avant de s'inscrire à nouveau en hausse. La variation annuelle s'est ainsi établie à 2,3% en décembre 2006.

GRAPHIQUE 14 : INFLATION ET PRODUITS PÉTROLIERS (TAUX DE VARIATION ANNUELS)



Source : STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La forte volatilité des taux d'inflation annuels au cours de l'année 2006 a en grande partie résulté de l'évolution des prix des produits pétroliers. La progression annuelle des prix de ces produits a été particulièrement prononcée au cours de la période allant de janvier à août 2006, comme en témoignent des taux compris entre 12% et 21,9%, avant de reculer fortement en septembre et octobre, affichant même des taux annuels négatifs en octobre (-9,0%) et novembre (-1,2%).

En 2006, l'inflation sous-jacente¹ a globalement poursuivi sa tendance haussière amorcée début 2005. En moyenne sur l'année 2006, l'inflation sous-jacente est ressortie à 2,1%, soit 0,3 point de pourcentage de plus qu'en 2005.

Par ailleurs, la dynamique des prix des services a été soutenue en 2006. Le taux de progression annuel des prix des services a fluctué entre 2,7% et 3,4% au cours de l'année sous revue, la hausse moyenne s'élevant à 3,0% en 2006, contre 2,6% en 2005. La contribution des prix des services au taux d'inflation global a été plus importante en 2006 que l'année précédente, puisqu'elle est passée de 0,9 point de pourcentage à 1,1 point de pourcentage.

L'incidence directe des mesures discrétionnaires des administrations publiques sur l'IPCN, via essentiellement les canaux des prix administrés (0,56 point de pourcentage), de la fiscalité indirecte (0,02 point de pourcentage) et du tabac (0,06 point de pourcentage) a été de 0,64 point de pourcentage en 2006, soit quelque 0,18 point de pourcentage de plus que l'année précédente. La hausse de l'inflation observée en 2006 tient donc aussi, pour partie, aux relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte. La hausse moyenne des prix administrés est passée de 2,1% environ en 2005 à 3,9% en 2006, soit un taux plus élevé que dans la zone euro.

L'application de la tranche indiciaire automatique due pour le mois d'août a été reportée au 1^{er} décembre 2006 conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires.

Pour ce qui concerne l'évolution des prix début 2007, l'IPCN a fluctué entre 2,0% et 2,3% au cours de la période allant de janvier à avril. La contribution des prix des produits pétroliers au taux annuel global a été modérée au cours de cette période. En effet, le rythme annuel des prix des produits pétroliers a fluctué entre -4,1% et 0,4% au cours de cette période, reflétant dans une grande mesure des effets de base favorables.

Par contre, l'inflation sous-jacente a continué sur sa trajectoire ascendante début 2007 pour osciller entre 2,3% et 2,4%. La progression annuelle des prix administrés a été particulièrement prononcée début 2007, pour afficher des taux compris entre 4,3% et 4,4%, prolongeant ainsi la tendance observée antérieurement.

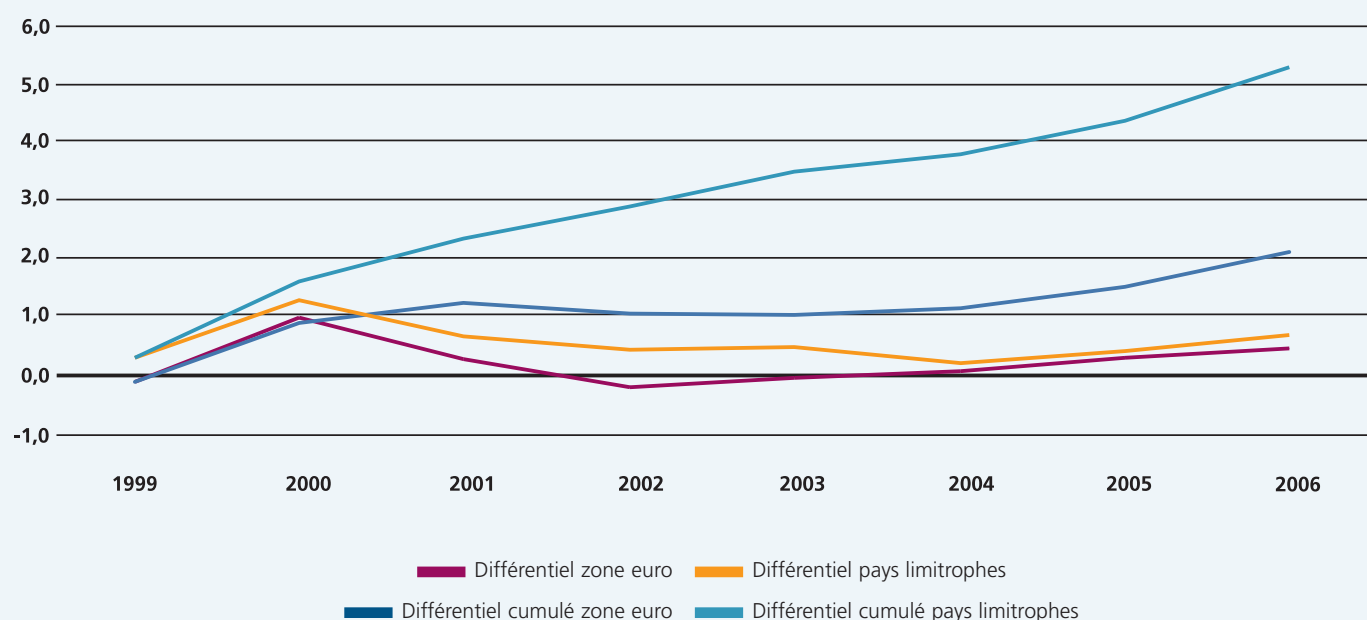
L'inflation annuelle mesurée selon l'indice harmonisé (IPCH), qui n'est guère représentatif des habitudes de consommation des résidents en raison de la pondération excessive des articles dont une proportion importante est consommée par des non-résidents (tabac et produits pétroliers), s'est établie à 3,0% en moyenne en 2006, soit un recul de 0,8 point de pourcentage par rapport au taux enregistré en 2005.

En 2006, les écarts d'inflation² du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes ont continué à se creuser. La moyenne annuelle du différentiel d'inflation est passée de 0,3 point de pourcentage en 2005 à 0,5 point de pourcentage en 2006 pour la zone euro et de 0,4 point de pourcentage à 0,7 point de pourcentage 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 2006, ont atteint 2,1 et 5,3 points de pourcentage par rapport à respectivement la zone euro et la moyenne des pays limitrophes (cf. graphique). Les écarts d'inflation non cumulés, qui ont été en défaveur du Luxembourg depuis 2000 (à l'exception de l'année 2002 pour la zone euro), demeurent défavorables au premier trimestre 2007, avec respectivement quelque 0,3 et 0,5 point de pourcentage.

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

² Taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (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.

GRAPHIQUE 15 : DIFFÉRENTIELS D'INFLATION (EN POINTS DE POURCENTAGE)



Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL

Prévisions d'inflation

Hypothèses

Mi-mai, le prix du Brent s'est établi autour de 66\$/bl et les marchés à terme anticipent une montée graduelle vers un niveau de 70\$/bl en juin 2008. L'appréciation de l'euro par rapport à la devise américaine depuis les projections précédentes est insuffisante pour compenser la hausse du prix du pétrole exprimé en dollar et les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la hausse, en moyenne de 5%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

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

	2006	2007	07-T1	07-T2	07-T3	07-T4	08-T1	08-T2
Prix du pétrole (Brent) en \$	65,4	65,0	58,0	66,6	67,0	68,5	69,4	69,9
Taux de change \$/€	1,26	1,34	1,31	1,35	1,36	1,36	1,36	1,36
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	18,6	-7,2	-14,1	-11,6	-10,2	9,0	15,6	4,9

Source : BCL

En ce qui concerne les mesures fiscales du gouvernement, elles demeurent inchangées par rapport à l'exercice précédent. Lors de la déclaration sur la "Situation économique, sociale et financière du pays" à la Chambre des Députés, aucune nouvelle mesure ayant une incidence directe sur les prix à la consommation n'a été annoncée. Nos projections tiennent donc compte du relèvement du niveau des accises sur l'essence et le diesel de respectivement 20€/1 000 l et 12,5€/1 000 l à partir du 1^{er} 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. L'impact sur l'IPCH serait plus élevé, de l'ordre de 0,2 pp.

L'inflation à l'exclusion de l'énergie a récemment connu une évolution moins favorable que dans nos projections antérieures. En avril, l'IPCN à l'exclusion de l'énergie s'est notamment maintenu à 2,3% et l'IPCH à l'exclusion de l'énergie s'est accéléré à 2,8%, les deux taux correspondant à leurs niveaux respectifs les plus élevés depuis le troisième trimestre 2002. La sous-estimation ayant caractérisé nos projections précédentes tient à de multiples facteurs. D'une part, la hausse des prix du tabac est survenue plus tôt qu'anticipé. D'autre part, les adaptations des prix administrés, qui ont atteint des niveaux record en début d'année, avaient été sous-estimées. Mais au-delà de ces deux facteurs exogènes, on a également pu observer une légère accélération des prix des biens industriels non-énergétiques.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Cette évolution pourrait résulter soit d'une inflation importée plus prononcée, soit de l'émergence de premières tensions inflationnistes résultant du contexte conjoncturel favorable, en particulier de l'accélération de la consommation privée.

En ce qui concerne le futur proche, plusieurs facteurs sont susceptibles d'affecter l'inflation à l'exclusion de l'énergie. A court terme, la diffusion du renchérissement des matières premières aux produits industriels d'une part et des produits industriels aux prix à la consommation d'autre part pourrait gagner en vigueur. Ceci est d'autant plus vrai dans le contexte du raffermissement de la demande, qui permettrait aux entreprises situées en aval de la chaîne de la production de rétablir, voire d'améliorer leurs marges de profit. Sur base des dernières observations, le climat conjoncturel au Luxembourg et dans la zone euro semble robuste et par ailleurs la croissance est davantage portée par la demande domestique. Ainsi, l'écart entre la production effective et son niveau potentiel devrait aussi s'amenuiser graduellement et risque de renforcer les tensions inflationnistes sur le marché

des produits. Ce risque est d'autant plus élevé que l'amélioration conjoncturelle est associée à une franche embellie sur le marché du travail, caractérisée par une progression de l'emploi et par une baisse du taux de chômage. Selon les projections de la Commission Européenne, l'inflation des salaires nominaux ainsi que des salaires réels devrait s'accroître dans la zone euro - légèrement en 2007 et davantage en 2008. Par contre, au Luxembourg les risques inflationnistes d'origine salariale ne devraient guère s'amplifier à court terme à l'aune du gel du point indiciaire dans la fonction publique telle que retenue par le Comité tripartite en mai 2006 et des négociations salariales difficiles et prolongées dans le secteur bancaire (voir aussi sous 1.2.9.2). En revanche, l'inflation des biens de consommation importés, qui résulte essentiellement de l'inflation dans les pays voisins, est susceptible de s'accroître en 2007 selon les projections de la Commission Européenne, avant de connaître une légère inflexion en 2008. Cette accélération en 2007 ne serait pas exclusivement le résultat de la hausse de la taxation indirecte en Allemagne.

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

	2006	2007	2007-1 ^{er} sem	2007-2 ^e sem	2008-1 ^{er} sem
IPCN	2,7	2,1 (0,2)	2,1 (0,2)	2,1 (0,2)	2,0
IPCN hors énergie	2,1	2,3 (0,1)	2,3 (0,1)	2,4 (0,1)	2,1
IPCH	3,0	2,4 (0,4)	2,3 (0,5)	2,5 (0,3)	2,5
IPCH énergie	7,9	-0,3 (2,3)	-0,5 (3,2)	-0,2 (1,4)	1,3
IPCH hors énergie	2,3	2,8 (0,2)	2,7 (0,2)	2,9 (0,2)	2,7
Impact des mesures gouvernementales ¹ sur l'IPCN, en pp	0,6	0,8			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,9	1,3			

¹ Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. La composition de l'indice des prix administrés tels que présentés dans le Bulletin de la BCL 2004/3 (pp.76-81) a été légèrement adaptée afin de tenir compte des résultats de travaux récents menés dans le cadre d'un groupe de travail au sein de l'Eurosystème (voir aussi Bulletin mensuel de la BCE, mai 2007, pp. 38-39).

Source : BCL

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPCN énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCH correspondant une évolution temporaire relativement favorable. Après trois années consécutives de hausse des prix des produits énergétiques, la contribution de l'énergie à l'inflation globale serait globalement neutre en 2007. Par contre, le profil inter-temporel suggère que l'accalmie de l'inflation observée depuis le quatrième trimestre 2006 toucherait à sa fin, avec à la clef une résurgence de l'inflation à partir du quatrième trimestre 2007, en raison, notamment, de la remontée anticipée du prix du pétrole (voir graphique). Etant donné que les hypothèses relatives au prix du pétrole ont été révisées à la hausse, les projections relatives à l'inflation de l'IPCH énergie l'ont été également, en moyenne de 2,3pp pour l'année 2007.

Les projections concernant l'inflation excluant l'énergie ont également été revues à la hausse, cette évolution moins favorable étant principalement imputable à la prise en compte de la forte hausse des prix administrés en début d'année 2007. Ainsi, l'inflation à l'exclusion de l'énergie devrait s'accroître au deuxième trimestre 2007 avant de fléchir au début de l'année 2008. Cette inflexion à la baisse repose entre autres sur l'hypothèse que la hausse des prix administrés, exceptionnellement élevée en 2006 et 2007, convergera par la suite vers des niveaux plus en phase avec l'évolution de l'inflation globale. De même, on présuppose une évolution relativement contenue, bien qu'en accélération, de l'inflation importée.

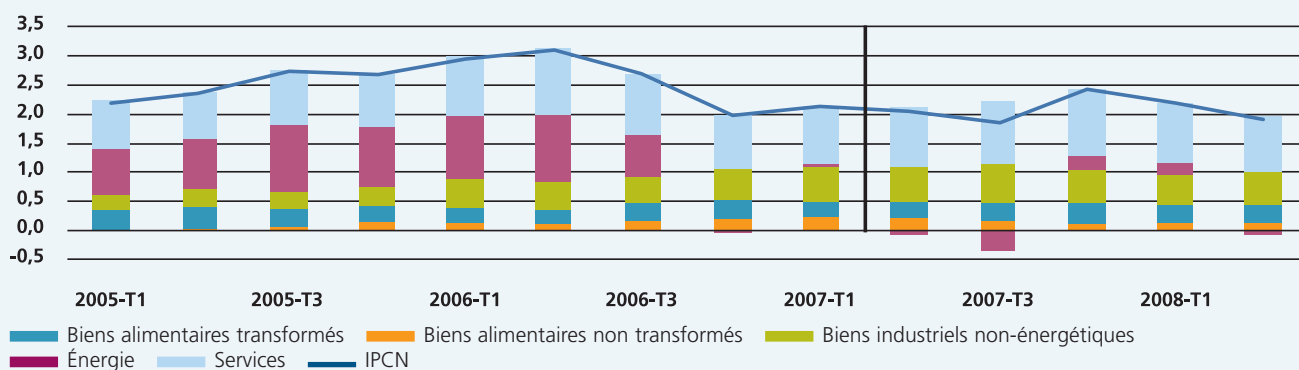
Après un taux de 2,1% en avril, l'inflation mesurée par l'IPCN global devrait passer légèrement en-dessous des 2% au troisième trimestre 2007, sous l'effet d'une contribution négative des prix de l'énergie, pour rebondir vers un taux de l'ordre de 2,5% en fin d'année (voir graphique). La réalisation d'une tendance plus favorable au début de l'année 2008 est conditionnelle à une baisse de l'impact des mesures exogènes provenant du secteur public ainsi que la stabilisation du prix du pétrole.

L'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait s'accroître davantage en 2007 par rapport à 2006. Alors que l'IPCN progresserait en moyenne de 2,1%, cette hausse serait attribuable à raison de 0,8pp aux mesures des administrations publiques, ce qui correspondrait à l'impact le plus élevé observé au cours de la dernière décennie.

Les calculs de cet impact tiennent compte des mesures fiscales annoncées, des projections pour les hausses du prix du tabac et, surtout, de la hausse importante des prix administrés recensée en début d'année.

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, il n'y aurait pas de paiement de tranche indiciaire en 2007. Sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévue pour le mois de novembre 2007. Etant donné l'évolution anticipée du prix du pétrole à un niveau en moyenne supérieur à 63\$/bl, la hausse automatique des salaires serait remise au 1^{er} mars 2008, conformément à ces mêmes dispositions.

GRAPHIQUE 16 : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DE L'IPCN¹



¹ 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

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

La progression soutenue des prix à la production industrielle s'est poursuivie tout au long de l'année 2006 ainsi qu'au premier trimestre 2007. En moyenne, les prix ont augmenté de 7,7% en 2006, à peu près au même rythme qu'en 2005. Cette évolution des prix est essentiellement imputable aux prix des biens intermédiaires, qui affichent un renchérissement de presque 9% grâce, notamment, à l'impulsion des prix de produits sidérurgiques. Les prix des produits énergétiques, pour leur part, ont bondi de plus de 10% au premier trimestre 2006, portant la progression annuelle moyenne à presque 20%. Par contre, les autres types de biens, à savoir les biens d'équipement et les biens de consommation, ont affiché des variations de prix nettement plus modestes, ce qui semble témoigner d'une transmission relativement lente et atténuée de la hausse des coûts de l'énergie et des biens intermédiaires aux prix des biens qui se situent en aval de la chaîne de production.

Trois facteurs ont probablement influé sur la politique des entreprises en matière de prix de vente. D'une part, le prix moyen du pétrole a encore progressé de 11\$/bl en 2006 par rapport à 2005. D'autre part, malgré la hausse du prix du pétrole et l'amorce d'un ralentissement conjoncturel aux Etats-Unis, la croissance de l'économie mondiale est restée robuste tout au long de l'année 2006. L'économie et le commerce mondiaux ont ainsi connu en 2006 une 4^e année consécutive d'expansion et ceci à un rythme jamais observé au cours des décennies précédentes. En particulier, le dynamisme de la demande émanant des pays du Sud-est Asiatique, en particulier de la Chine, demeure pratiquement inchangé et à un niveau historiquement élevé. La croissance dans ces pays s'est également avérée supérieure aux attentes et a soutenu la forte demande pour les biens intermédiaires, qui s'est par conséquent répercutée en une tendance haussière des prix de ces biens. Finalement, le taux de change de l'euro s'est globalement apprécié durant l'année 2006 ainsi que durant les 5 premiers mois de l'année en cours (voir point 1.1.4).

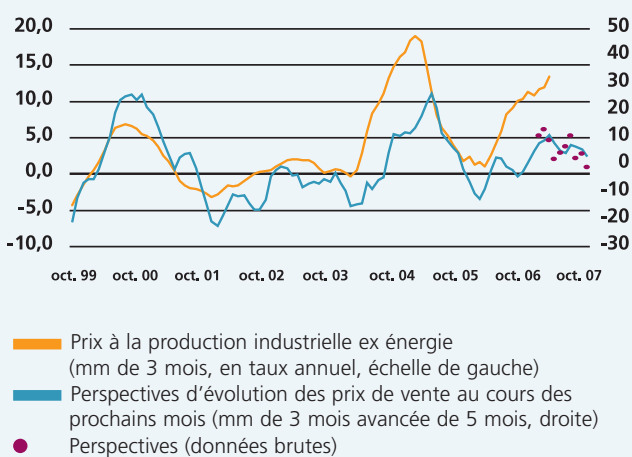
**TABLEAU 5 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE
(EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)**

	2005	2006	06-T2	06-T3	06-T4	07-T1
Ensemble des produits industriels	8,1	7,7	3,2	3,8	2,1	2,5
Biens intermédiaires	10,4	8,8	4,3	4,8	3,0	3,9
Biens d'équipement	0,1	0,9	0,8	0,9	1,5	1,4
Biens de consommation	0,9	1,2	0,5	0,4	0,4	-0,7
Biens énergétiques	11,2	19,9	2,0	2,2	2,1	2,1

Source : STATEC

Compte tenu de la progression récente des prix, le profil des taux de variation annuels demeure orienté à la hausse, une évolution cependant nettement plus favorable que ne le laissait augurer l'indicateur des prix des enquêtes de conjoncture harmonisées relatif aux perspectives d'évolution (voir graphique). Cependant, selon ces mêmes enquêtes, il est vraisemblable que la tendance de la hausse annuelle de ces prix s'aplatira au cours des prochains mois, et sera suivi d'une éventuelle inflexion à la baisse vers la mi-2007. Parmi les causes de ce changement probable, citons la stabilisation du prix du pétrole à un niveau légèrement supérieur à 60\$/bl, l'appréciation récente de l'euro en particulier par rapport au dollar, ainsi qu'un léger tassement de l'économie mondiale sous l'effet d'un ralentissement plus prononcé aux Etats-Unis sont de nature à tempérer la pression à la hausse sur les prix à la production industrielle.

GRAPHIQUE 17 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE, ÉVOLUTIONS EFFECTIVE ET ANTICIPÉE¹



¹ 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).

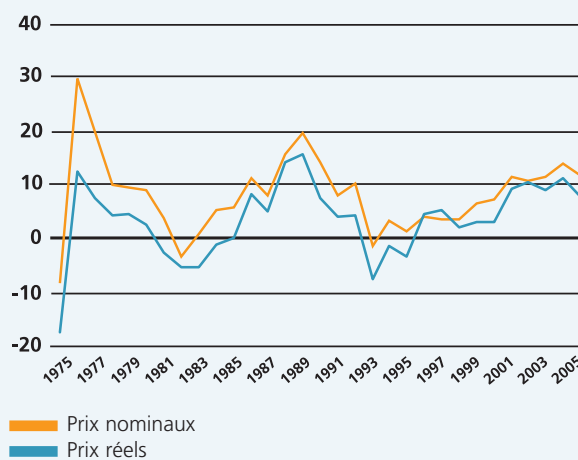
Sources : Eurostat, calculs BCL

1.2.1.3 Les prix à la construction et inflation des prix de l'immobilier résidentiel

En 2006, les prix à la construction, qui recensent les tarifs pratiqués par les différents corps de métiers dans le bâtiment, ont progressé en moyenne de 2,6%. Au regard de la conjoncture très favorable dans la branche, cette évolution des prix s'avère relativement modérée. Le taux s'affiche en effet en décélération par rapport aux 3,1% recensés en 2005 et il se situe légèrement en-dessous de la hausse de l'échelle mobile des salaires de 2,9%. Cette dernière indique la hausse des salaires imputable au seul mécanisme de l'indexation automatique des salaires.

Le graphique ci-dessous retrace l'inflation des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg à l'aide d'un indice construit par la BCL sur base de statistiques annuelles publiées par le STATEC et dont les chiffres pour 2005 viennent d'être disponibles. Selon cet indice, le rythme de progression des prix de l'immobilier résidentiel est demeuré important en 2005, bien qu'en retrait par rapport à l'année 2004. En effet, le taux de progression des prix nominaux (réels⁴) de l'immobilier résidentiel a atteint 11,7% (7,8%) en 2005, contre 14,0% (11,1%) en 2004 et 11,5% (8,9%) en 2003. Le graphique illustre aussi que les taux de croissance des prix nominaux et réels de l'immobilier résidentiel observés au cours des dernières années, quoique élevés, ne semblent pas exceptionnels. En effet, le rythme de croissance des prix de l'immobilier résidentiel a été plus élevé au milieu des années soixante-dix et à la fin des années quatre-vingt. Néanmoins, le taux de progression nominal (réel) ne s'est établi qu'à 8% (4,5%) en moyenne depuis 1974.

GRAPHIQUE 18 : INFLATION DES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL (TAUX ANNUELS)



Sources : STATEC, calculs BCL

Pour la période qui n'est pas couverte par l'indicateur de la BCL, en l'occurrence 2006, l'indicateur calculé par l'Observatoire de l'Habitat⁵ suggère que les prix de l'immobilier résidentiel ont continué à s'afficher en hausse en 2006, bien qu'à un rythme plus modéré (environ 3,9% pour les maisons et 3,0 pour les appartements en moyenne annuelle).

⁴ Le déflateur de la consommation privée a été utilisé.

⁵ Cet indicateur des prix moyens des logements est élaboré par l'Observatoire à partir d'un relevé systématique, durant la première semaine de chaque mois, des annonces immobilières dans la presse quotidienne et spécialisée, ainsi que sur l'Internet. L'indicateur est calculé à partir des prix proposés après rejet des annonces incomplètes, des erreurs de saisies, des valeurs extrêmes, ainsi que des doublons. Ces prix moyens sont ensuite déflatés à partir de l'indice du coût de la vie, puis convertis sur une base 100 établie au deuxième trimestre 2003. Il ne s'agit pas des prix effectifs des transactions mais simplement des prix de l'offre d'un logement sur le marché immobilier.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

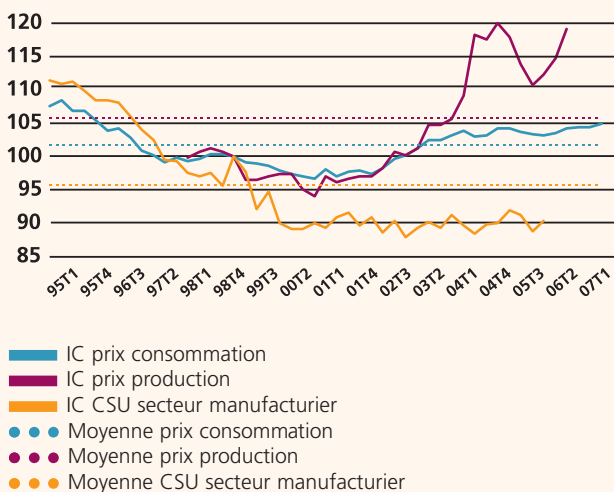
Indicateurs de compétitivité

La BCL calcule régulièrement des indicateurs de compétitivité sous la forme de taux de change effectifs 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 ou coûts étant exprimés en devise commune et les pondérations reflétant l'importance du pays en question dans les échanges internationaux de biens du Luxembourg. Ces indicateurs sont calculés pour un ensemble de 37 pays (les 27 de l'Union européenne plus dix autres partenaires commerciaux, voir bulletin BCL 2005/2) en fonction de la disponibilité des données.

Les dernières observations de ces indicateurs confirment qu'au Luxembourg la compétitivité a continué à se détériorer. Cependant, en 2006 le Luxembourg a aussi connu une forte croissance des exportations, de la production et de l'emploi, ce qui complique l'interprétation de ces indicateurs. Il faut tenir à l'esprit que les taux de change effectifs réels mesurent uniquement la compétitivité-prix ou la compétitivité-coût et négligent les autres dimensions de cette notion protéiforme. Les exportateurs luxembourgeois pourraient bénéficier d'autres avantages compétitifs qui leur confient un certain pouvoir de marché, leur permettant d'augmenter leur prix face à une demande plus importante et ainsi de faire face à des coûts plus élevés. En effet, le taux de change effectif réel n'est qu'un seul des indicateurs dans un éventail plus large considéré par l'Observatoire de la compétitivité ou par l'étude récente de l'institut IMD en Suisse, qui trouve une amélioration de la position du Luxembourg.

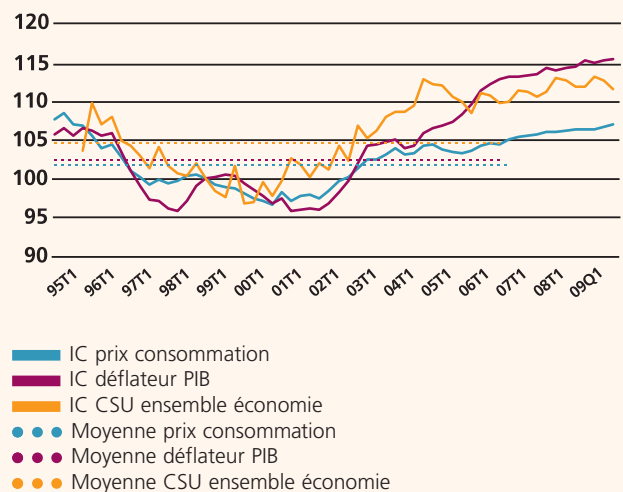
Le premier graphique présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg basés sur les indices des prix à la consommation, les indices des prix à la production et les coûts salariaux unitaires (CSU) dans l'industrie manufacturière. Une augmentation de la courbe représente une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise (ce qui signifie que les prix ou les coûts 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 le rapport annuel 2005 de la BCL. Selon les observations les plus récentes, au premier trimestre 2007 cet indicateur dépasse sa moyenne (calculée depuis 1995T1) à raison de 3,2%. Toutefois, il faut souligner qu'au Luxembourg une part importante des exportations ne figure pas dans l'indice des prix à la consommation, qui, d'ailleurs, englobe les prix de beaucoup de biens et services qui sont importés. L'indicateur basé sur les prix à la production se limite à des biens qui sont plus susceptibles de faire l'objet d'échanges internationaux. En 2006, cet indicateur a dépassé son ancien pic en 2004T4 et a atteint un nouveau record dépassant avec 20,6% sa moyenne calculée depuis 1998T1. Ces fortes fluctuations témoignent de la récente croissance 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. La dernière observation disponible de l'indicateur de compétitivité basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière est toujours inférieure à sa moyenne historique (-5,5% en 2005T4). Cependant, l'évolution de cet indicateur en 2006 n'est pas encore observée parce qu'il est disponible seulement avec un retard important dans certains des pays partenaires.

GRAPHIQUE 19 : 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 20 : INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ BASÉS SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION, LE DÉFLATEUR DU PIB ET LE CSU DANS L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE



Sources : Eurosysteme, FMI et calculs BCL

Les récentes projections de l'Eurosystème permettent de prolonger trois indicateurs de compétitivité du Luxembourg, qui figurent sur le graphique suivant jusqu'en 2009. Il s'agit de l'indicateur basé sur l'indice des prix à la consommation, de celui basé sur le déflateur du PIB et de celui basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie. Notons que les projections des déflateurs se limitent aux treize pays membres de la zone euro et quelques autres partenaires commerciaux importants. Ainsi, pour l'indicateur basé sur les prix à la consommation et celui basé sur les déflateurs du PIB, les projections reflètent les projections pour les pays membres de la zone euro et des hypothèses techniques quant à l'évolution des taux de change et des déflateurs dans le Royaume-Uni, les Etats-Unis, la Suisse et le Japon. Pour l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie, les projections considèrent uniquement les pays membres de la zone euro et les Etats-Unis.

Pour l'indicateur basé sur le déflateur du PIB et celui basé sur les CSU dans l'ensemble de l'économie, les observations les plus récentes (2006T4) confirment que la compétitivité a continué à se dégrader. En 2006 les trois indicateurs sont tous supérieurs à leur moyenne historique (calculée entre 1995T1 et 2006T4). Selon les projections, la compétitivité devrait continuer à se dégrader pour les trois indicateurs jusqu'à la fin de l'horizon de projection en 2009T4. L'indicateur basé sur les prix à la consommation devrait passer de 3,3% au-dessus de sa moyenne en 2007T1 jusqu'à 5,2% au-dessus de cette moyenne en 2009T4. Toujours selon ces projections, l'indicateur basé sur le déflateur du PIB passerait de +10,3% en 2006T4 à +12,7% en 2009T4. Enfin, l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie passerait de +5,0% en 2006T4 à +6,6% en 2009T4.

L'encadré dans le dernier rapport annuel argumentait que la modulation de l'indexation des salaires pourrait mitiger la détérioration de la compétitivité mais ne sera pas capable d'inverser la tendance. En effet, en 2006 la détérioration a été de 0,5% selon l'indicateur basé sur les prix à la consommation et 4,0% selon l'indicateur basé sur le déflateur du PIB. Par contre, la compétitivité s'est améliorée de 1% en 2006 selon l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie, notamment grâce à une croissance (et donc une productivité) plus élevée qu'initialement anticipée. Cependant, les prévisions (qui intègrent la modulation de l'indexation des salaires) indiquent une détérioration des trois indicateurs en 2007, 2008 et 2009. L'indicateur basé sur le déflateur du PIB augmente plus rapidement que celui basé sur les coûts salariaux unitaires, ce qui suggère que les entreprises détiennent assez de pouvoir de marché pour augmenter leur marge. Cette observation relativise la perte de compétitivité prix. En tout cas, l'augmentation de la productivité a freiné la détérioration des coûts salariaux unitaires, mais elle n'est pas suffisante pour éviter une dégradation de la compétitivité-coût vis-à-vis de nos principaux partenaires commerciaux.

En conclusion, les indicateurs compétitivité-prix et compétitivité-coûts confirment à nouveau une prolongation de la détérioration. Ce message doit être nuancé par la bonne performance de l'économie luxembourgeoise observée en 2006, mais il reste souhaitable que le gouvernement entreprenne rapidement les réformes structurelles envisagées par l'Agenda de Lisbonne pour améliorer durablement la productivité de l'économie nationale, et ainsi soutenir les exportateurs luxembourgeois face à la hausse anticipée des prix et des coûts relatifs à ceux de nos principaux partenaires commerciaux.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Vers un nouvel indicateur d'activité pour le Luxembourg Présentation méthodologique et résultats préliminaires⁶

L'objectif du conjoncturiste est de traquer les évolutions de l'économie et, par là même, d'établir un diagnostic sur l'état actuel de l'économie. Le Produit Intérieur Brut (PIB), est communément considéré comme la série de référence. En effet, par construction, l'évolution du PIB est un reflet de l'état de marche des affaires d'un pays. En contrepartie, il est publié seulement à fréquence trimestrielle, avec un certain délai et fait l'objet de révisions parfois importantes. Il est donc intéressant de considérer d'autres statistiques pour lesquelles les délais de publication sont plus courts. Aussi, l'analyse conjoncturelle repose en grande partie sur le suivi régulier de séries économiques et financières possédant un certain nombre de qualités intéressantes : entre autres, une fréquence de publication mensuelle, des évolutions en ligne avec celles du PIB ou des données historiques fiables et relativement longues. C'est le cas par exemple des statistiques mensuelles relatives à l'emploi, la production industrielle, les taux d'intérêt ou les enquêtes de conjoncture, qui sont régulièrement publiées par les instituts de statistiques ou les banques centrales.

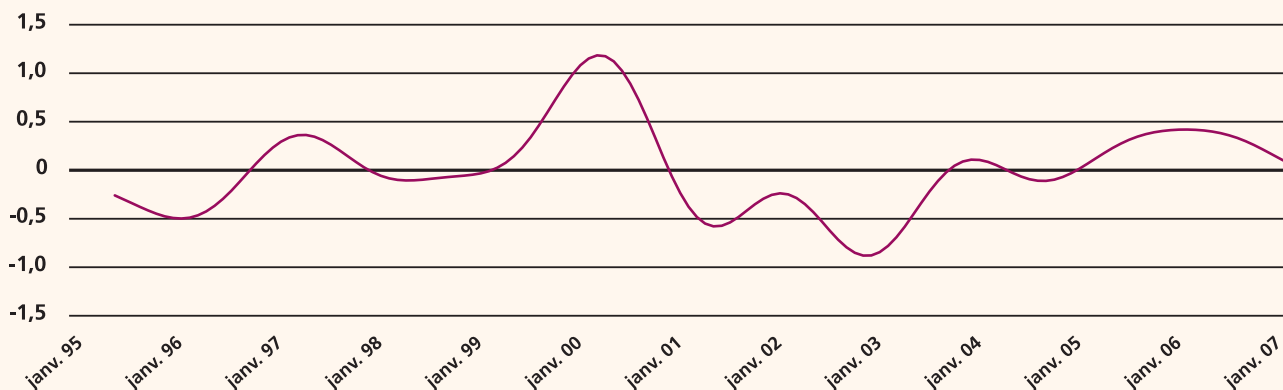
A ce stade, deux approches existent. La première, la plus classique, consiste à sélectionner - sur la base d'un critère prédéfini - un nombre réduit de séries et à suivre leurs évolutions au mois le mois⁷ (cette approche a été adoptée par The Conference Board et l'OCDE). Le critère de sélection peut reposer sur la capacité ex post de la série à reproduire fidèlement les mouvements du PIB, ou sur des considérations a priori liées à la théorie économique. En présence d'une large batterie de séries existantes, le choix peut s'avérer délicat et être critiqué pour sa subjectivité. Par ailleurs, dans un contexte de globalisation accrue et compte tenu de la part grandissante de l'incertitude qui plane sur nos économies, il convient de s'interroger sur la pertinence de la sélection a priori des séries. En effet, les relations économiques entre les pays sont en pleine mutation et, de la même manière, les bouclages macroéconomiques peuvent répondre à des schémas différents de ceux qui prévalaient au cours des décennies passées.

La seconde approche permet en partie d'échapper aux questions évoquées ci-dessus. La question du choix et de la sélection n'occupe plus une place centrale, puisqu'un nombre élevé de séries peut être retenu dans le cadre de cette approche. Les modèles à facteurs dynamiques généralisés⁸ s'inscrivent dans la lignée de cette seconde approche. Le recours aux modèles à facteurs dynamiques se justifie dès lors que l'on souhaite synthétiser la mine d'information contenue dans un large échantillon de séries économiques et financières. Ces dernières, qui recouvrent des champs variés, évoluent au mois le mois. Or, l'interprétation des fluctuations d'une série volatile peut s'avérer délicate. De plus, différentes séries peuvent à un instant donné envoyer des signaux apparemment contradictoires. D'où l'intérêt de combiner ces séries dans un indicateur d'activité.

L'utilisation du modèle à facteurs dynamiques pour la construction d'un indicateur d'activité correspond à une démarche du type statistique : elle permet de résumer l'information contenue dans un ensemble de séries. Le modèle postule l'existence d'un nombre réduit de facteurs qui sont à l'origine des fluctuations des séries individuelles. Ces facteurs, qui peuvent être vus comme des chocs fondamentaux qui influencent l'économie, expliquent une partie non négligeable des évolutions de chaque série. Ils sont utilisés pour construire l'indicateur d'activité.

Recourir à un modèle à facteurs dynamiques présente plusieurs avantages, parmi lesquels trois méritent d'être mentionnés : (1) l'indicateur obtenu reposera sur une représentation économétrique bien définie ; (2) par construction, l'indicateur sera moins volatil que le PIB et donc plus informatif ; (3) il sera le reflet des évolutions de moyen terme de l'économie, c'est-à-dire corrigées des fluctuations de court terme qui représentent du bruit ou de la saisonnalité.

GRAPHIQUE 21 : L'INDICATEUR D'ACTIVITÉ DU LUXEMBOURG



⁶ La version définitive de l'indicateur de la BCL est attendue pour fin 2007. L'indicateur sera présenté de manière détaillée dans un cahier d'études à venir.

⁷ Les séries peuvent alors être suivies individuellement ou au contraire elles peuvent être combinées à l'aide de pondérations judicieusement choisies.

⁸ Voir Forni, M., M. Hallin, M. Lippi and L. Reichlin (2000) : The generalized dynamic factor model: Identification and estimation. *The Review of Economics and Statistics*, 82(4), 540-554.

La recherche académique sur les modèles à facteurs dynamiques est en pleine ébullition⁹. En revanche, peu de banques centrales ou d'instituts de recherche ont retenu cette approche pour l'élaboration d'un indicateur d'activité qui soit régulièrement publié. A notre connaissance, Eurocoin¹⁰ est à ce jour le seul indicateur d'activité régulièrement publié qui soit basé sur un modèle à facteurs dynamiques généralisé.

Cette méthodologie a aussi été retenue par la BCL pour l'élaboration d'un indicateur d'activité pour le Luxembourg. Cet indicateur, qui devrait voir le jour vers la fin 2007, est actuellement en cours d'évaluation et de validation¹¹. Nous nous proposons de présenter ci-dessous des résultats préliminaires qui sont donc susceptibles de faire l'objet de révisions.

Pour cet exercice, 76 séries mensuelles et une série trimestrielle couvrant une période allant de janvier 1995 à décembre 2006 ont été utilisées. Les séries couvrent un champ relativement large puisqu'en plus du PIB l'échantillon est composé (1) de séries financières, (2) de données issues d'enquêtes de conjoncture, (3) d'indices de prix, (4) d'indices de la production industrielle, (5) d'indices de chiffres d'affaires, (6) de statistiques relatives à l'emploi et (7) au commerce extérieur.

L'indicateur d'activité, dans sa version brute, résulte de la combinaison de deux facteurs résumant l'information contenue dans les 77 séries. Il peut être schématiquement assimilé à une combinaison linéaire des taux de croissance des 77 séries. En vertu de la loi des grands nombres, il est aussi plus stable au mois le mois que les séries de notre échantillon considérées isolément (de même que les indices boursiers ont une volatilité moindre que celles des actions individuelles qu'ils intègrent). La version lissée de l'indicateur d'activité est obtenue en excluant de l'indicateur brut les mouvements les plus volatils, susceptibles d'être invertis dans le court terme. Par conséquent, l'indicateur lissé nous informe sur la composante la plus persistante de la croissance de l'activité.

Le graphique 21 présente une version préliminaire de l'indicateur d'activité de fréquence mensuelle. La grille de lecture se présente comme suit. Par construction, l'indicateur d'activité fluctue autour de zéro. Lorsque les valeurs prises par l'indicateur sont positives (négatives), l'activité croît à un rythme supérieur (inférieur) à sa moyenne historique. Cette moyenne équivaut à un rythme de croissance trimestrielle du PIB de l'ordre de 1,1% environ. Lorsqu'au contraire l'indicateur évolue autour de zéro, l'activité croît au mois le mois à un rythme proche de celui de sa moyenne historique. Il apparaît que depuis 1995, l'indicateur d'activité a connu des "hauts" et des "bas". Ainsi, il a décelé la forte croissance des années 1999-2000, tout en anticipant le ralentissement observé en 2001. Depuis la fin 2005, date à laquelle l'indicateur a connu un sommet local, l'indicateur est orienté à la baisse. Il suggère à présent que l'activité évolue à un rythme de plus en plus proche de sa moyenne historique. A ce stade, il convient toutefois de rester vigilant et d'interpréter avec précaution ces dernières évolutions, dans la mesure où l'indicateur est susceptible d'être révisé avec la publication de nouvelles données.

⁹ Voir Doz C., Giannone D. et Reichlin L. (2006) : A quasi maximum likelihood approach for large approximate dynamic factor models, CEPR Discussion Paper No. 5724, Centre for Economic and Policy Research. Forni M., Giannone D., Lippi M. et Reichlin L. (2007) : Opening the black box. Structural factor models with large cross-sections, ECB Working Paper No. 712, European Central Bank.

¹⁰ Voir Altissimo F., Bassanetti A., Cristadoro R., Forni M., Lippi M., Reichlin L. et Veronese G. (2001) : EuroCOIN: A real time coincident indicator of the euro area business cycle. CEPR Discussion Paper 3108, Centre for Economic and Policy Research.

¹¹ D'autres approches sont également à l'étude à la BCL et sont susceptibles de faire l'objet d'une publication.

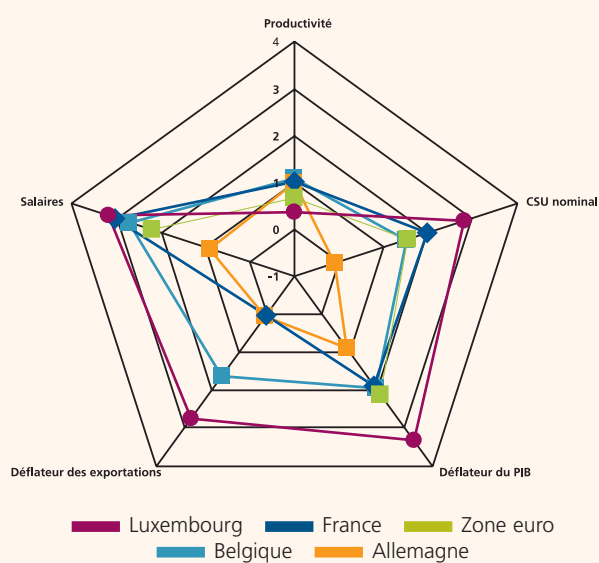
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Évolution de l'emploi, du PIB et de la productivité au Luxembourg

Le Luxembourg a connu, pendant la période de 2001 à 2006, comparé à ses trois voisins ainsi qu'à la zone euro dans son intégralité (voir graphique 22) :

- l'évolution de la productivité du travail la plus faible,
- la croissance la plus dynamique de la rémunération par employé et donc, par conséquence,
- l'accroissement le plus fort des coûts salariaux unitaires (CSU) nominaux ; ainsi que
- la progression la plus élevée du déflateur du PIB et
- l'évolution la plus vigoureuse des prix à l'exportation.

GRAPHIQUE 22 : PRODUCTIVITÉ, PRIX ET COÛTS EN COMPARAISON INTERNATIONALE (2001-2006)



Sources : Eurostat, calculs BCL

Compte tenu de ces évolutions, on aurait pu s'attendre à une faible performance de l'économie nationale en comparaison internationale, notamment dans le domaine des exportations, de la croissance du PIB ainsi que de la création d'emplois nouveaux. Pourtant, cela n'a pas été le cas comme le montre le tableau ci-dessous.

TABLEAU 6 : PERFORMANCE ÉCONOMIQUE DES PAYS DE LA ZONE EURO (2001-2006, DANS L'ORDRE DÉCROISSANT DE LA VARIATION ANNUELLE DU PIB RÉEL)

	Variation annuelle du PIB réel	Variation annuelle des exportations réelles	Variation annuelle de l'emploi total	Déflateur du PIB	Déflateur des exportations
Grèce	4,4	2,1	1,3	3,3	2,6
Irlande	4,3	4,1	2,4	3,5	0,5
Luxembourg	3,6	7,1	3,2	3,3	2,8
Espagne	3,3	3,6	3,2	4,1	2,0
Finlande	3,0	4,8	1,0	1,0	-0,4
Zone euro	1,6	-	0,9	2,1	-
France	1,6	2,5	0,5	1,9	0,0
Belgique	1,5	2,7	0,6	1,9	1,6
Pays Bas	1,4	4,2	0,4	2,5	0,7
Autriche	1,3	5,8	0,1	1,6	1,1
Allemagne	1,0	7,0	0,0	0,9	0,1
Italie	0,9	0,3	1,0	2,7	3,8
Portugal	0,9	3,5	0,7	3,2	1,3

Source : Eurostat

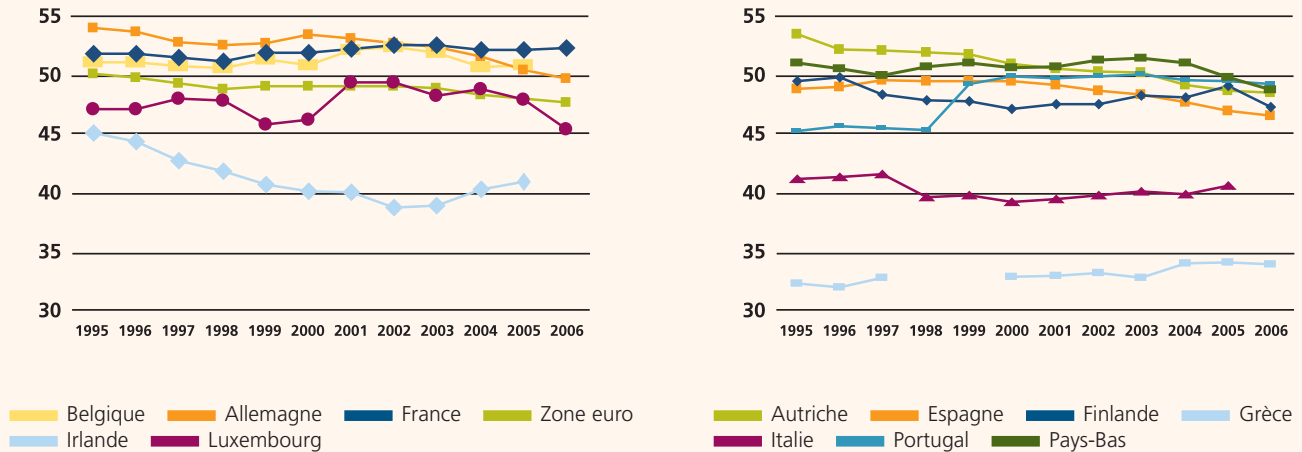
Pourquoi donc est-ce qu'au Luxembourg, les entreprises ont continué à embaucher, bien qu'apparemment la compétitivité se soit graduellement détériorée depuis des années et que les projections économiques tablent sur une continuation de ce trend? Pourquoi est-ce qu'elles ont accepté une évolution des coûts salariaux plus forte qu'ailleurs bien que la productivité du travail n'ait progressé que de manière relativement faible?

Le fait que les prix et les volumes ont augmenté simultanément suggère que ce ne sont pas les coûts de production qui ont déterminé la variation des prix de vente, mais que c'est une évolution favorable de la demande qui a permis aux entreprises d'augmenter à la fois les prix et les quantités.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En outre, il s'avère que cette évolution rapide - en comparaison internationale - du déflateur du PIB (fortement influencée par les prix à l'exportation, vue la petite taille et le degré d'ouverture du pays), a en fait permis aux entreprises de payer des salaires dont la progression a été plus importante qu'ailleurs. De plus, la part relative des salaires dans le PIB nominal au Luxembourg n'a pas suivi de trend clair et ne semble pas démesurément élevée en comparaison internationale (voir graphique 23).

GRAPHIQUE 23 : ÉVOLUTION DE LA PART RELATIVE DES SALAIRES DANS LE PIB NOMINAL¹



¹ La chute apparente de la part salariale au Luxembourg en 2006 doit être interprétée avec prudence. En effet, la variation de la rémunération des salariés telle qu'elle résulte des chiffres de la comptabilité nationale semble trop peu élevée et sera éventuellement révisée à la hausse lors d'une mise à jour de la comptabilité nationale.

Sources : Eurostat, calculs BCL

Pourtant, si l'évolution a été favorable pour l'économie dans son ensemble, tel n'est pas le cas pour tous les secteurs (voir tableau 7).

Il s'avère que les deux exportateurs les plus importants - la manufacture et les services financiers - ont connu des évolutions très contrastées. D'un côté, on pourrait être amené à penser que le secteur manufacturier se présente mieux en termes de compétitivité : la productivité (sur base de la valeur ajoutée réelle) a augmenté de 3% pendant les années sous revue et les prix (la différence entre la croissance de la valeur nominale et de la valeur réelle) n'ont que peu augmenté. De l'autre côté, la productivité a baissé dans le secteur des services financiers et les prix des services de ce secteur ont assez fortement progressé.

Pourtant, parmi les deux, c'est le secteur financier qui a eu la performance la plus favorable, du point de vue de l'emploi comme du point de vue des entreprises : la valeur ajoutée réelle s'est mieux développée que dans la manufacture, l'emploi a lui aussi fortement augmenté et la part salariale s'est quasiment stabilisée ce qui a permis aux entreprises du secteur de maintenir leur rentabilité malgré l'évolution négative de la productivité apparente. Par contre, les entreprises du secteur de la manufacture ont été confrontées à une augmentation sensible de la part salariale et donc une réduction de leur profits relatifs.

Concernant l'économie totale, il s'avère que malgré la quasi-stagnation de la productivité (lorsque l'on compare 2005 à 2000) et en dépit de la progression notable de la rémunération par salarié, la part salariale dans la valeur ajoutée n'a que peu progressé.

TABLEAU 7 : ÉVOLUTION DES DIFFÉRENTS SECTEURS ÉCONOMIQUES (2000-2005)¹

	VA nominale	VA réelle	Emploi total	Part salariale	Productivité	Rémunération des salariés	Rémunération par salarié
Industrie, y compris énergie	10,3	5,6	-0,9	4,0	6,6	17,7	19,1
Produits manufacturés	4,8	1,5	-1,5	7,1	3,0	16,8	18,6
Construction	35,2	18,5	17,0	2,1	1,3	39,6	18,6
Commerce	34,1	20,8	13,2	1,3	6,8	37,9	20,6
Ventes; réparations automobiles et d'articles domestiques	35,9	8,0	12,6	0,7	-4,1	37,8	20,9
Services d'hôtellerie et de restauration	34,2	5,8	11,8	0,1	-5,4	34,5	18,0
Transports et communications	32,5	37,5	15,1	2,0	19,5	38,8	20,0
Activités financières ; immobilier, location et services aux entreprises	35,5	15,9	22,0	1,5	-5,0	40,5	14,3
Services financiers	29,5	10,7	15,6	0,7	-4,2	31,6	13,9
Services immobiliers, de location et aux entreprises	43,5	22,1	26,8	3,0	-3,7	56,3	21,2
Autres activités de services	51,7	19,5	25,6	-1,3	-4,9	49,3	17,8
Total Branches	34,1	16,2	16,5	1,7	-0,3	38,6	17,9

¹ Variation cumulée (en pourcent, à l'exception de la part salariale, dont la variation est indiquée en points de pourcentage cumulés)

Sources : STATEC, calculs BCL

Une explication possible de la bonne performance de certains secteurs comme de l'économie dans son intégralité peut être trouvée dans la structure des exportations du Luxembourg : la spécialisation sectorielle et/ou géographique des exportations a permis une performance qui dépasse celle justifiée par l'évolution de la productivité. Ainsi, le secteur des services financiers a, pendant les années passées, connu une évolution particulièrement favorable de la demande internationale. Ceci a permis la bonne performance de ce secteur particulier, entraînant dans son sillage d'autres secteurs de l'économie.

Mais la performance connue dans un passé récent ne peut pas être extrapolée sur le futur. D'abord parce que la situation diffère selon les secteurs. Ensuite, parce que la performance de l'économie luxembourgeoise dépend crucialement de la demande étrangère pour les biens et services qu'elle produit : cette demande est sujette à des variations cycliques sur lesquelles le Luxembourg n'a pas d'influence ; de plus, rien ne garantit que le Luxembourg arrive à chaque instant à se spécialiser dans des domaines pour lesquels la demande internationale se développe de manière particulièrement favorable. Finalement, parce que les atouts du Luxembourg peuvent s'estomper dans un marché unique où la concurrence s'aiguise et où les spécificités s'érodent. Dans un contexte de moyen et de long termes, la maîtrise du coût domestique et de la croissance de la productivité restent des déterminants clés de la compétitivité et partant du bien-être de l'économie luxembourgeoise.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.2 Les activités sectorielles

1.2.2.1 Industrie

Les indicateurs conjoncturels ont présenté un bilan mitigé pour l'année 2006. D'une part, les statistiques pour l'ensemble de l'industrie indiquaient une accélération très nette du niveau d'activité en 2006 par rapport à 2005. Ainsi, la hausse des prix de vente de produits industriels s'est répercutée sur le chiffre d'affaires du secteur, qui a progressé de plus de 14% en 2006. De même, la production par jour ouvrable a affiché une accélération en 2006 par rapport à 2005. Par contre, la ventilation sectorielle des indicateurs indique que cette performance est largement attribuable au secteur des biens intermédiaires et notamment à la sidérurgie. L'industrie hors sidérurgie pour sa part a connu un ralentissement relativement important, la progression de la production par jour ouvrable baissant de 3,7% en 2005 à 0,1% en 2006.

TABLEAU 8 : INDICATEURS D'ACTIVITÉ DANS L'INDUSTRIE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

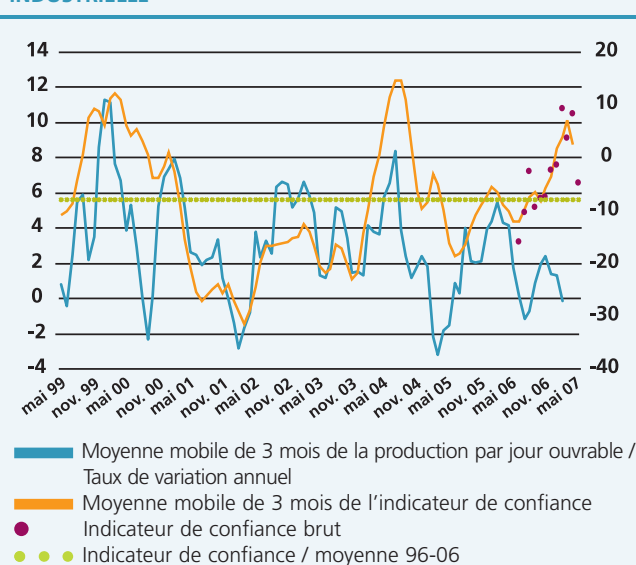
	2005	2006	06-T1	06-T2	06-T3	06-T4
Chiffre d'affaires	2,2	14,7	15,3	16,4	12,8	14,4
Valeur de la production	4,5	9,5	12,7	9,1	6,3	9,6
Production du mois	0,5	2,1	5,8	1,9	-1,0	1,5
Production par jour ouvrable	0,5	2,3	5,5	1,7	-0,7	2,4
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	3,7	0,1	2,0	-0,2	-2,5	1,1
Biens intermédiaires (ppjo)	-0,1	6,2	6,5	7,6	4,2	6,4
Biens d'équipement (ppjo)	11,8	1,2	3,6	0,4	-7,9	8,9
Energie (ppjo)	-0,8	-1,4	5,3	0,5	-5,6	-7,9

Source : STATEC

Bien que l'industrie dans son ensemble ait connu une amélioration de ses activités en 2006, les enquêtes de conjoncture laissent préfigurer une évolution des affaires encore plus positive (voir graphique). Début 2007, l'indicateur de confiance, calculé sur base des enquêtes de conjoncture mensuelles, s'est aussi envolé vers des niveaux proches des sommets historiques, à l'instar de ce qui s'est observé dans d'autres pays de la zone euro. Ceci indiquerait une accélération de la production par jour ouvrable au cours des prochains mois et qui se ferait à une allure supérieure à la moyenne historique.

Les enquêtes d'opinion trimestrielles, disponibles pour le deuxième trimestre 2007, dressent également l'image d'une situation conjoncturelle extrêmement favorable. La durée de production assurée s'affiche désormais à 4,1 mois, le niveau le plus élevé jamais atteint et le degré d'utilisation des capacités de production, à 89%, égale le niveau record observé en 2001. Dès lors, afin de répondre à la demande soutenue et d'éviter l'émergence de goulots d'étranglement du côté de la production, les entreprises ont signalé l'extension des capacités de production via une augmentation considérable de leurs dépenses d'investissements. Sur base des enquêtes semestrielles d'investissement de fin 2006, les dépenses d'investissement progresseraient de 27% en 2007, ce qui correspondrait à la hausse la plus importante recensée depuis 2001.

GRAPHIQUE 24 : INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE¹



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

Sources : STATEC, calculs BCL

1.2.2.2 Construction

A l'instar du secteur de l'industrie, la construction a connu une accélération du rythme de croissance. Le chiffre d'affaires et la production par jour ouvrable ont progressé de respectivement 5,1% et de 2,2% en 2006 contre des variations de respectivement 3,1% et de -0,6% en 2005. Mais, par opposé à ce qui s'est observée dans l'industrie, la base de la croissance est plus large dans la construction. L'embellie est en effet ressentie à la fois et avec à peu près la même ampleur, dans le génie civil et dans le bâtiment.

Le rebond dans le génie civil est intervenu après deux années difficiles et de baisse du niveau d'activité. En ce qui concerne la branche du bâtiment, la situation ne diffère guère de celle observée lors des années précédentes et le secteur a profité d'un environnement porteur. Cette tendance favorable devrait se prolonger également en 2007 et vraisemblablement au-delà à l'aune d'une demande apparemment insatiable pour les logements. Les autorisations de bâtir accordées en 2006 se sont établies à peu près au même niveau qu'en 2005, année durant laquelle le niveau était de 40% supérieur à la moyenne des 6 années précédentes. Les crédits au logement accordés par les banques se sont aussi affichés en hausse de 11% en 2006, en dépit du fait que les taux hypothécaires demeurent orientés à la hausse. Cependant, le niveau des taux hypothécaires demeure largement inférieur à la moyenne de long terme et demeure globalement accommodant à l'aune de la progression soutenue des crédits hypothécaires. De plus, la politique d'allocation des crédits hypothécaires des banques actives dans ce secteur a sans doute contribué à la progression des crédits étant donné que les critères d'attribution se sont en moyenne assouplis davantage au cours de l'année passée, comme en témoignent les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. En juin 2007, l'Eurosystème a notamment procédé à un nouvel ajustement à la hausse du taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement, le portant de 3,50% en début d'année à désormais 4,0%.

TABLEAU 9 : INDICATEURS RELATIFS AU SECTEUR DE LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2005	2006	06-T2	06-T3	06-T4	07-T1
Chiffre d'affaires - Total	3,1	5,1	3,3	12,9	6,7	Na
Production par jour ouvrable - Total	-0,6	2,3	1,3	2,1	4,1	Na
Production par jour ouvrable - Bâtiment	1,3	2,2	1,6	1,8	3,4	Na
Production par jour ouvrable - Génie civil	-7,5	2,8	-0,2	2,9	7,4	Na
Permis de bâtir ¹	21,3	-5,9	-10,9	-0,4	-13,5	Na
Crédits au logement ²	16,6	11,2	3,9	2,3	17,1	Na
Taux hypothécaires	3,5	4,1	3,8	4,0	4,5	4,6

¹ Nombre de logements (maisons à appartements et maisons individuelles).

² Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

Source : STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.2.3 Commerce et autres secteurs

Les différentes branches du commerce ont présenté un bilan globalement positif en 2006, ce qui est sans doute la résultante de l'embellie qui caractérise l'économie luxembourgeoise. On observe notamment une accélération des ventes dans le commerce de gros et dans le commerce de détail par rapport à 2005. L'amélioration de la situation conjoncturelle dans le commerce de détail, à savoir une progression du chiffre d'affaires qui dépasse nettement l'évolution des prix à la consommation, constitue un élément hautement positif. Associée à la hausse des immatriculations de voitures, cette accélération des dépenses de consommation des ménages s'est sans doute opérée dans le sillage de la progression du revenu salarial, liée à l'amélioration sur le front de l'emploi ainsi qu'à la hausse des salaires : cette accélération des dépenses de consommation a aussi été en ligne avec la progression soutenue de l'indicateur de confiance des consommateurs (voir point suivant). En ce qui concerne l'hôtellerie et les restaurants, ceux-ci ont affiché une décélération de leur niveau d'activité par rapport à 2005. A priori, cette évolution n'est pourtant guère défavorable, étant donné la base de comparaison relativement élevée. Au cours du premier semestre 2005, le volume des affaires était notamment affecté positivement par un élément exceptionnel, à savoir la présidence de l'Union européenne assumée par le Luxembourg.

TABLEAU 10 : CHIFFRE D'AFFAIRES EN VALEUR ET IMMATICULATIONS DE VOITURES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2005	2006	06-T2	06-T3	06-T4	07-T1
Immatriculations de voitures	0,8	4,7	15,5	-0,8	5,9	1,4
Commerce de gros	6,8	7,2	5,3	4,4	7,3	Na
Commerce de détail	2,3	4,7	6,1	3,4	0,9	Na
Hôtels et restaurants	4,7	1,9	1,5	1,3	0,1	Na

Source : STATEC

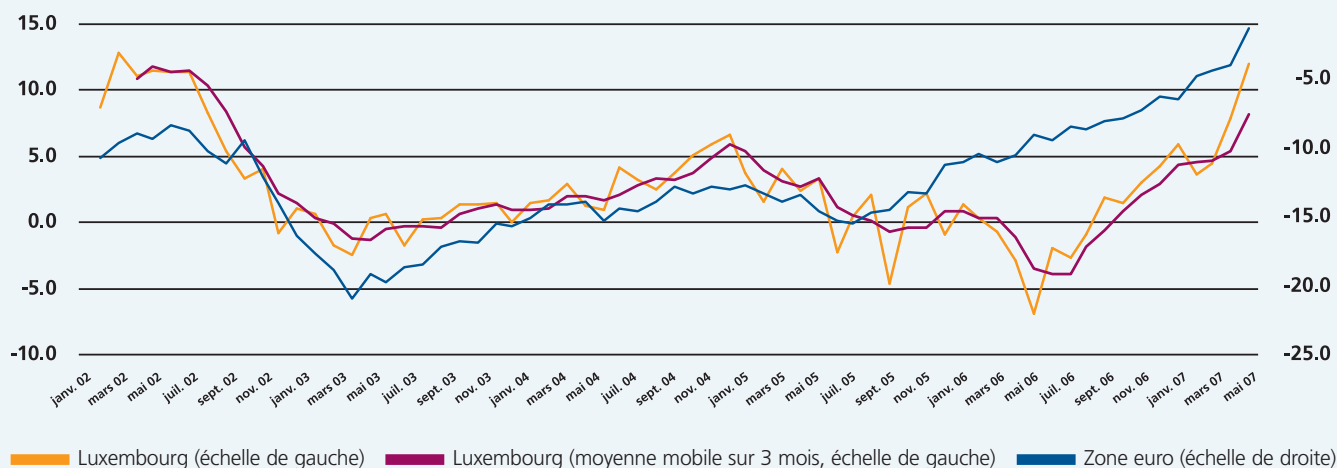
1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

Début 2006, la confiance des consommateurs résidant au Luxembourg a poursuivi sa tendance globalement baissière amorcée un an auparavant, pour atteindre en mai 2006 le niveau le plus bas jamais observé depuis le lancement de l'enquête¹² en janvier 2002. Par la suite, cette tendance s'est radicalement inversée, permettant de la sorte à la confiance des consommateurs d'atteindre en mai 2007 son niveau le plus élevé depuis avril 2002. Cette amélioration de la confiance depuis la mi-2006 a surtout été alimentée par un regain d'optimisme des ménages en ce qui concerne les évolutions conjoncturelles au Luxembourg. Ainsi, les perspectives relatives à la situation économique générale sont jugées nettement plus favorables et la crainte d'une hausse du chômage s'est fortement atténuée. Les attentes des consommateurs à propos de leur situation financière et de leur capacité d'épargner ont aussi contribué au renforcement de la confiance mais seulement dans une moindre mesure.

Le graphique suivant illustre également que la progression de la confiance des consommateurs, observée depuis la mi-2006 au Grand-Duché, a rétabli le co-mouvement entre la confiance enregistrée au Luxembourg et celle de la zone euro. Les facteurs propres au Luxembourg, comme l'incertitude liée aux discussions relatives aux réformes structurelles et aux annonces de licenciements dans plusieurs importantes entreprises luxembourgeoises, qui étaient à la base des tendances divergentes observées entre la mi-2005 et la mi-2006, semblent avoir moins prévalu.

¹² L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

GRAPHIQUE 25 : INDICATEURS DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES)



Sources : BCL, Commission européenne

Le tableau suivant dresse une vue d'ensemble de l'évolution récente de l'indicateur de confiance des consommateurs et de ses quatre composantes.

TABLEAU 11 : INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS DU LUXEMBOURG ET SES COMPOSANTES (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES)

	Indicateur de confiance des consommateurs	Anticipations sur les douze prochains mois			
		Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2006 janvier	1	-16	33	2	52
février	0	-13	33	1	47
mars	-1	-17	36	3	47
avril	-3	-22	38	3	46
mai	-7	-22	41	-8	44
juin	-2	-13	36	-3	44
juillet	-3	-16	35	-3	43
août	-1	-11	34	-1	43
septembre	2	-5	32	-1	44
octobre	1	-6	32	1	42
novembre	3	-3	30	3	43
décembre	4	-3	26	2	44
2007 janvier	6	1	25	-2	49
février	4	-3	30	2	46
mars	4	3	26	2	39
avril	8	3	22	3	48
mai	12	4	16	4	56

Source : BCL

Note : En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation indique une évolution moins favorable tandis qu'une diminution indique une évolution plus favorable.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.4 Le secteur financier

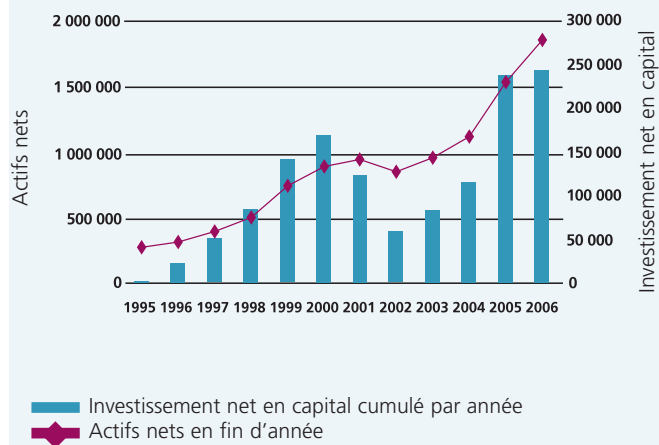
1.2.4.1 Le développement des activités

La croissance économique soutenue dans les principales zones économiques mondiales a contribué, avec un prix du pétrole en baisse, à un environnement boursier favorable soutenant ainsi le développement de la place financière luxembourgeoise. La correction des principaux indices boursiers aux mois de mai et juin ne fut que temporaire mais a néanmoins eu des répercussions sur le bilan annuel du secteur.

Les performances des principales bourses ainsi que l'afflux de nouveaux capitaux ont particulièrement favorisé la croissance de l'industrie des organismes de placement collectif qui affiche un taux de croissance nettement supérieur à celui observé pour les établissements de crédit. De plus, l'évolution positive de l'industrie financière luxembourgeoise se caractérise également par le succès du secteur des sociétés d'investissement en capital à risque (SICAR) avec 114 unités inscrites sur la liste officielle au 31 décembre 2006 par rapport à 47 unités en fin d'année 2005. Le nombre des organismes de titrisation agréés conformément à la loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation est passé de 6 à 11 unités. Cependant, le nombre des fonds de pension sous forme de société d'épargne-pension à capital variable (sepcav) et d'association d'épargne-pension (assep) a diminué d'une unité à 14.

Le secteur des organismes de placement collectif a connu une année 2006 prospère, ce qui se reflète tant au niveau du patrimoine global net sous gestion qu'au niveau du nombre de fonds domiciliés aux Luxembourg.

GRAPHIQUE 26 : ÉVOLUTION DES ACTIFS NETS ET DE L'INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL (EN MILLIONS D'EUROS)



Source : BCL

Le nombre d'OPC inscrits sur la liste officielle était de 2 238 OPC à la fin de l'année 2006 contre 2 060 OPC à la même date de l'année précédente, soit une augmentation de 178 unités.

Parallèlement à l'augmentation du nombre d'OPC, la valeur nette d'inventaire s'est accrue de 319 642 millions d'euros au cours de l'année 2006 pour s'élever à 1 844 850 millions d'euros au 31 décembre 2006, soit une hausse de 21% par rapport à la même date de l'année précédente.

L'évolution favorable du secteur des organismes de placement collectif se confirme également au niveau des afflux de capitaux. Ces derniers, qui sont un signe de confiance des investisseurs internationaux, tant institutionnels que privés, dans la compétence et la compétitivité de la place financière luxembourgeoise en matière de gestion et d'administration de fonds d'investissement, ont contribué à confirmer la position dominante du Luxembourg au plan européen dans ce secteur. En effet, au cours de l'année 2006 l'afflux net en capital se chiffrait à 241 344 millions d'euros, contre 236 277 millions d'euros en 2005.

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Invest. net en capital ¹⁾²⁾	Variations des marchés financiers ²⁾³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle 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	113 731	39 189	152 920	16,0
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9
2006							
mars	2 091	8 724	1 675 260	106 569	43 483	481 250	40,3
juin	2 130	8 909	1 652 126	46 996	-70 130	362 339	28,1
sep.	2 170	9 122	1 733 030	32 872	48 032	309 479	21,7
déc.	2 238	9 473	1 844 850	54 907	56 913	319 642	21,0
2007							
jan.	2 260	9 563	1 895 810	30 749	20 211	312 566	19,7
fév.	2 278	9 637	1 908 707	29 083	-16 186	270 601	16,5
mars	2 248	9 680	1 927 360	6 378	12 275	252 100	15,0

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

²⁾ Montants cumulés par année / trimestre.

³⁾ Il s'agit de la variation annuelle / trimestrielle de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Source : CSSF

Les OPC monétaires, quant à eux, ont vu leur somme des bilans augmenter de 8 889 millions d'euros, soit 4,9%, en 2006. Cette hausse nettement moins importante que celle observée pour les OPC dans leur ensemble s'explique par le fait que, dans un environnement boursier orienté vers la hausse, les investisseurs acceptent un risque plus élevé et s'orientent vers des produits qui promettent un rendement plus élevé.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 13 : PORTEFEUILLES TITRES AUTRES QUE DES ACTIONS DÉTENUS PAR LES OPC MONÉTAIRES
(ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE, EN MILLIONS D'EUROS)**

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif	
	2006/03	2006/12	2007/03	2006/03 - 2007/03		2006/12 - 2007/03		2007/03	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géo. ²⁾
Emetteurs résidents	3 973	3 521	4 179	206	5,2	657	18,7	2,3	100,0
Etablissements de crédit	2 622	2 443	2 389	-232	-8,9	-54	-2,2	1,3	57,2
Administrations publiques	40	35	32	-8	-20,6	-4	-10,6	0,0	0,8
Autres secteurs	1 312	1 043	1 758	446	34,0	715	68,5	1,0	42,1
Autres intermédiaires financiers	1 204	865	1 246	42	3,5	381	44,0	0,7	29,8
Sociétés d'assurances et fonds de pension	16	35	16	0	-0,7	-19	-55,2	0,0	0,4
Sociétés non financières	92	143	496	404	438,5	353	247,0	0,3	11,9
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	71 552	70 556	77 880	6 328	8,8	7 324	10,4	43,2	100,0
Etablissements de crédit	38 661	37 719	44 058	5 397	14,0	6 339	16,8	24,4	56,6
Administrations publiques	12 278	11 041	9 312	-2 966	-24,2	-1 730	-15,7	5,2	12,0
Autres secteurs	20 613	21 795	24 510	3 897	18,9	2 714	12,5	13,6	31,5
Autres intermédiaires financiers	13 634	13 210	13 669	34	0,3	459	3,5	7,6	17,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 068	1 107	1 043	-25	-2,3	-64	-5,8	0,6	1,3
Sociétés non financières	5 911	7 478	9 798	3 887	65,8	2 320	31,0	5,4	12,6
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs du reste du monde	77 470	89 345	98 337	20 867	26,9	8 992	10,1	54,5	100,0
Etablissements de crédit	39 280	44 312	46 716	7 436	18,9	2 405	5,4	25,9	47,5
Administrations publiques	2 638	2 263	1 835	-803	-30,4	-428	-18,9	1,0	1,9
Autres secteurs	35 552	42 770	49 786	14 234	40,0	7 015	16,4	27,6	50,6
Total	152 995	163 422	180 395	27 400	17,9	16 973	10,4	100,0	100,0

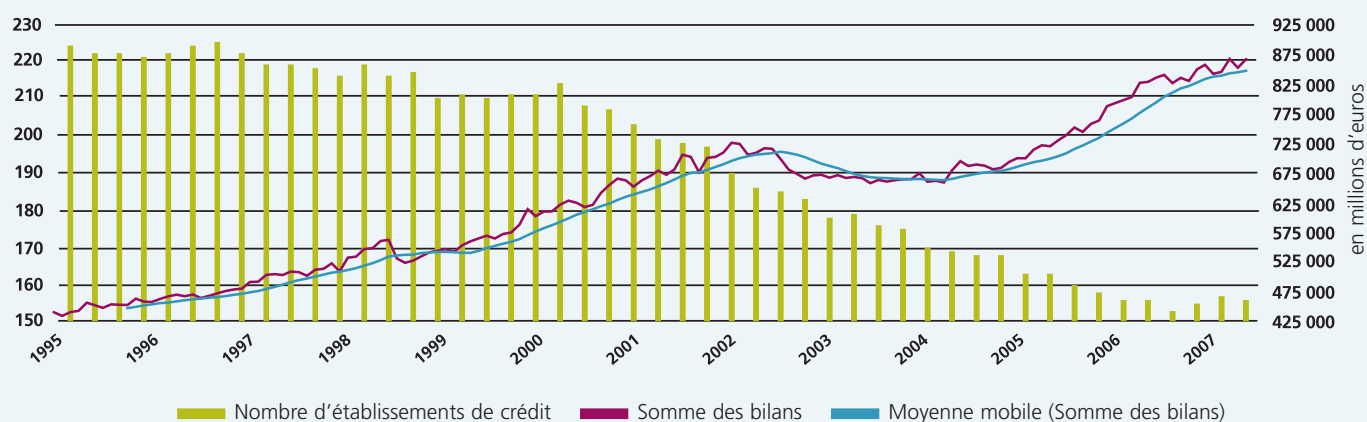
¹⁾ Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions.

²⁾ 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

Ces développements positifs se sont poursuivis au cours du premier trimestre de l'année 2007. Ainsi, sur cette période, la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif affichait une progression de 82 510 millions d'euros pour s'élever à 1 927 360 millions d'euros au 31 mars de l'année en cours. Cette hausse a été marquée par l'afflux continu de capitaux nouveaux, se chiffrant à 66 210 millions d'euros au cours des trois premiers mois de l'année 2007.

GRAPHIQUE 27 : ÉVOLUTION DE LA SOMME DES BILANS PAR RAPPORT À L'ÉVOLUTION DU NOMBRE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE DÉCEMBRE 1995 À MARS 2007



Source : BCL

Quant au secteur des banques, la dynamique de croissance du volume des activités, pratiquement ininterrompue depuis 2003, s'est poursuivie avec vitalité en 2006 et durant les trois premiers mois de l'année 2007. Ainsi, la somme des bilans des banques a augmenté de 47 145 millions d'euros, soit 5,9%, entre le 31 décembre 2005 et le 31 décembre 2006 ; sur base trimestrielle, cette hausse a atteint 2,5% entre décembre 2006 et mars 2007. La progression de l'activité s'est manifestée en premier lieu au niveau des postes du portefeuille titres, des créances sur la clientèle à l'actif et des dettes envers la clientèle au passif. Ainsi, on observe que les banques luxembourgeoises ont orienté leurs actifs et leurs passifs vers des éléments offrant des marges plus importantes, aux dépens des positions interbancaires, traditionnellement moins profitables.

Ainsi, à l'actif, l'accroissement en volume des créances interbancaires, qui affichaient une hausse de 3,0% entre fin décembre 2005 et fin décembre 2006, apparaît nettement en retrait par rapport aux taux de croissance annuels affichés par les postes des créances sur la clientèle et des portefeuilles de titres. Les créances sur la clientèle ont augmenté de 10,0%, passant de 146 640 millions d'euros fin 2005 à 161 250 millions d'euros fin 2006. Au cours du premier trimestre de l'année en cours, elles ont progressé de 3,6% pour atteindre 167 002 millions d'euros. La contribution la plus marquée à l'augmentation de la somme des bilans, en terme nominal, provient cependant des portefeuilles titres qui ont progressé de 18 163 millions d'euros, soit 8,4% entre le 31 décembre 2005 et le 31 décembre 2006. Cette situation est restée toutefois stable au cours des trois premiers mois de l'année en cours, avec une progression de 0,1%, soit 305 millions d'euros.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 14 : PRINCIPAUX CHIFFRES RELATIFS AUX DIFFÉRENTS POSTES DE L'ACTIF DU BILAN ET LEUR ÉVOLUTION (ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2005/12	2006/12	2007/03	2005/12 - 2006/12		2006/12 - 2007/03		2007/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	405 891	417 942	433 722	12 052	3,0	15 780	3,8	50,4
Créances sur la clientèle	146 640	161 250	167 002	14 610	10,0	5 752	3,6	19,4
Portefeuille titres	215 439	233 602	233 907	18 163	8,4	305	0,1	27,2
Autres actifs	24 451	26 771	26 085	2 321	9,5	-686	-2,6	3,0
Total de l'actif	792 420	839 565	860 715	47 145	5,9	21 150	2,5	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Les observations faites au niveau de l'actif du bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois ne s'appliquent pas entièrement au niveau du passif. En effet, sous cette rubrique, la majeure partie de la hausse du volume d'activités provient du refinancement par émissions de dettes envers la clientèle; ce dernier fait preuve d'un dynamisme remarquable avec une croissance de 16,1%, soit 41 223 millions d'euros, entre décembre 2005 et décembre 2006. Toutefois, au premier trimestre 2007, un léger fléchissement de 1,0% a pu être observé ; finalement, l'encours de dettes envers la clientèle a atteint 293 947 millions d'euros en fin de période. La seconde hausse la plus remarquable, côté passif, concerne la catégorie des autres passifs ; une progression de 5 359 millions d'euros, soit 8,7%, en 2006 a permis de porter l'encours de cette catégorie à 66 632 millions d'euros en fin de période.

Cette tendance s'est encore prolongée au premier trimestre de l'année 2007 avec une hausse de 3,2%. En revanche, le refinancement par dettes interbancaires est demeuré quasiment stable au cours de l'année 2006. Néanmoins, au premier trimestre de l'année 2007, une progression de 5,6% a pu être observée.

Finalement, en niveau, cette catégorie constitue la principale source de financement des banques luxembourgeoises, avec un encours de 407 623 millions d'euros à la fin du premier trimestre 2007 ; elle représente ainsi près de la moitié de l'encours de passif au 31 mars 2007 (47,4%).

Avec une croissance de 6 026 millions d'euros (0,7%) par rapport au 31 mars 2007, la tendance pour avril 2007 confirme le renforcement de la somme des bilans observé au premier trimestre 2007.

TABLEAU 15 : PRINCIPAUX CHIFFRES RELATIFS AUX DIFFÉRENTS POSTES DU PASSIF DU BILAN ET LEUR ÉVOLUTION (ENCOURS EN FIN DE PÉRIODE)

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2005/12	2006/12	2007/03	2005/12 - 2006/12		2006/12 - 2007/03		2007/03
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	386 031	386 087	407 623	56	0,0	21 536	5,6	47,4
Dettes envers la clientèle	255 580	296 803	293 947	41 223	16,1	-2 856	-1,0	34,2
Dettes représentées par un titre	89 535	90 043	90 352	507	0,6	309	0,3	10,5
Autres passifs	61 273	66 632	68 793	5 359	8,7	2 161	3,2	8,0
Total du passif	792 420	839 565	860 715	47 145	5,9	21 150	2,5	100,0

¹⁾ Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

1.2.4.2 Les taux d'intérêt des banques luxembourgeoises

L'année 2006 s'est caractérisée par cinq modifications à la hausse du taux de refinancement de l'Eurosystème ; ce dernier est ainsi passé de 2,25% au 31 décembre 2005 à 3,50% au 31 décembre 2006. Le premier trimestre 2007 a vu cette tendance se prolonger avec une nouvelle hausse de 25 points de base le 14 mars.

Dans ce contexte, l'ensemble des taux débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises a été orienté à la hausse.

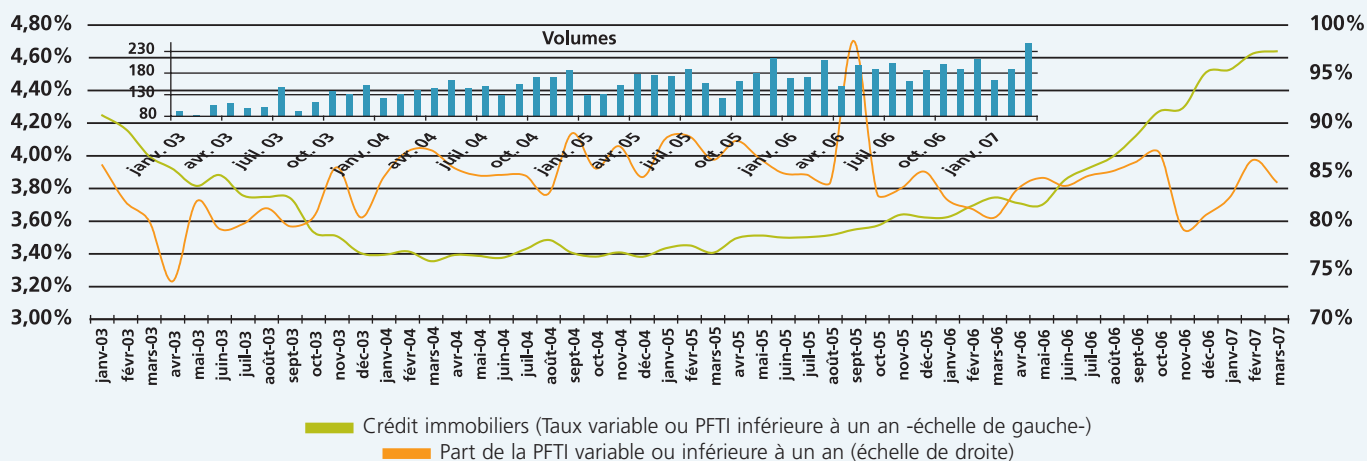
Le coût des crédits immobiliers accordés aux résidents de la zone euro, à taux variable ou dont la période de fixation du taux d'intérêt (PFTI) est inférieure à un an, a progressé de 89 points de base entre le 31 décembre 2005 (3,62%) et le 31 décembre 2006 (4,51%).

Cette tendance s'est encore prolongée au premier trimestre de l'année 2007 portant le coût des nouveaux contrats à 4,64%, puis s'est quelque peu tassée, le coût des nouveaux contrats atteignant 4,66% au 30 avril. Parallèlement, l'année 2006, ainsi que le début de l'année 2007, se sont caractérisées par un aplatissement de la courbe des taux.

Malgré le renchérissement du coût du crédit, 250 millions d'euros de nouveaux contrats ont été signés au cours du mois de mars 2007, soit le chiffre le plus élevé depuis la mise en place de cette statistique, en janvier 2003. Au cours de l'année 2006, le flux de financement immobilier, émanant des banques luxembourgeoises, avait atteint une moyenne mensuelle de 186 millions d'euros, contre 164 millions d'euros en 2005. Cette progression s'explique à la fois par un assouplissement des critères d'octrois, assez sensible depuis le début de l'année 2005, et par la hausse des prix des biens immobiliers.

Par ailleurs, aucune réallocation significative des crédits vers les contrats à taux fixe n'a été observée sur la période sous revue ; la part des nouveaux contrats à taux variable atteint 84% au 31 mars 2007. Le graphique ci-dessous illustre ces différents points.

GRAPHIQUE 28 : ÉVOLUTION DU COÛT ET DES VOLUMES DES NOUVEAUX CONTRATS DE CRÉDITS IMMOBILIERS SUR LA PÉRIODE JANVIER 2003 - MARS 2007



Source : BCL

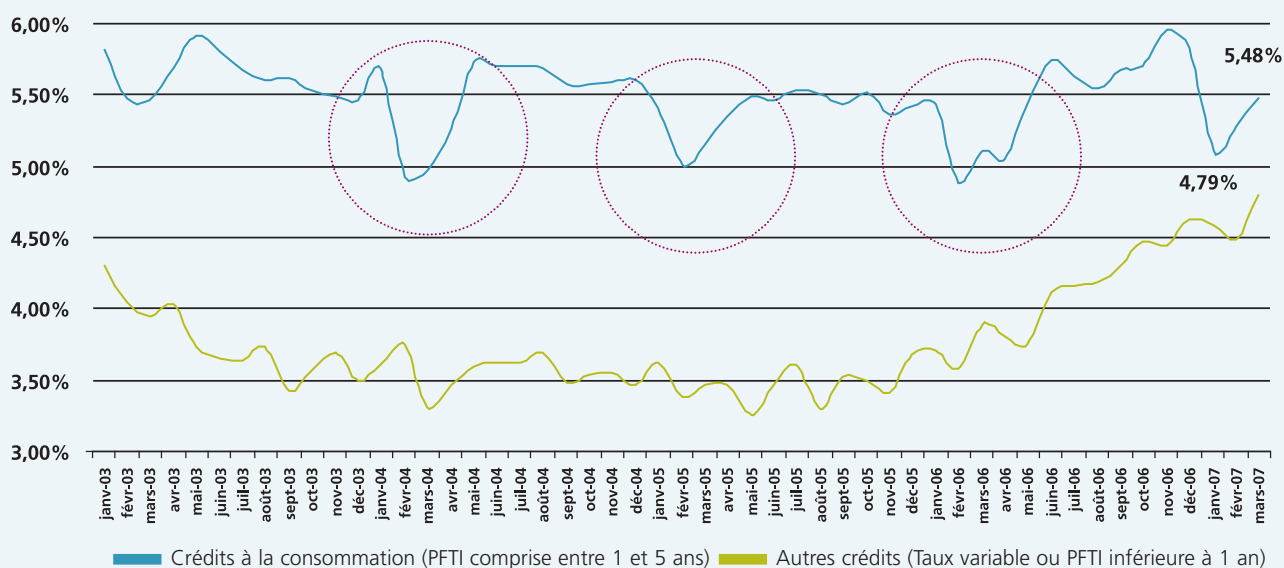
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le coût des crédits à la consommation, dont la PFTI est comprise entre un et cinq ans, a progressé de 40 points de base entre le 31 décembre 2005 et le 31 décembre 2006, passant de 5,42% à 5,82%. Le graphique, ci-dessous, montre l'existence d'une saisonnalité durant le premier trimestre de chaque année ; celle-ci est liée à la tenue de salons professionnels dédiés, notamment, à l'automobile. Cela explique la baisse de 34 points de base observée entre décembre 2006 (5,82%) et mars 2007 (5,48%). Au cours du mois d'avril 2007, le coût des crédits à la consommation a connu une progression de 28 points de base qui ne lui permet toutefois pas de revenir sur son niveau de la fin d'année 2006.

Le coût des autres crédits, c'est à dire des crédits qui ne sont destinés ni à la consommation, ni à un investissement immobilier, a progressé de 96 points de base au cours de l'année 2006. Ce dernier, qui a atteint 4,63% au 31 décembre 2006, a plutôt bien répercuté la hausse de 125 points de base du taux de refinancement de l'Eurosystème sur la période. Au cours du premier trimestre 2007, le coût de ces crédits s'est renchéri de 16 points de base supplémentaires, et atteint 4,79% au 31 mars.

Le mois d'avril 2007 confirme cette tendance trimestrielle avec une hausse de 15 points de base sur un mois, ce qui porte le coût des autres crédits à 4,94%. Il est utile de rappeler que neuf contrats sur 10, portant sur ce segment, sont réalisés avec des contreparties non-résidentes. En termes de montants, au 31 mars 2007, ce segment représente 86% de l'ensemble des nouveaux contrats de crédits aux ménages réalisés par les banques luxembourgeoises.

GRAPHIQUE 29 : ÉVOLUTION DU COÛT DES CRÉDITS À LA CONSOMMATION ET DES AUTRES CRÉDITS SUR LA PÉRIODE JANVIER 2003 - MARS 2007

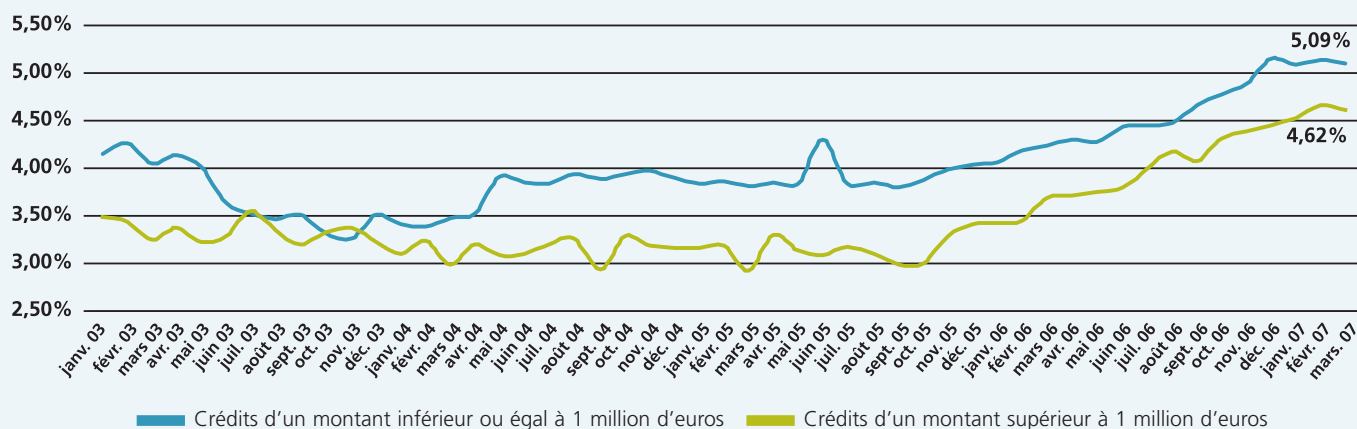


Source : BCL

Le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), d'un montant inférieur à un million d'euros, a progressé de 111 points de base entre décembre 2005 (4,04%) et décembre 2006 (5,15%). En ce qui concerne le coût des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros, sa progression est de 104 points de base, portant le taux d'intérêt de 3,41% en décembre 2005 à 4,45% en décembre 2006. Sur la même période, le taux de refinancement de l'Eurosystème progressait de 125 points de base.

Toutefois, le premier trimestre 2007 a été marqué par un léger tassement du taux d'intérêt portant sur la tranche des contrats inférieurs à un million d'euros, qui s'établit à 5,09% au 31 mars ; les contrats d'un montant supérieur à un million d'euros ont vu leur coût progresser de 17 points de base à 4,62% au 31 mars 2007.

GRAPHIQUE 30 : ÉVOLUTION DU COÛT DES CRÉDITS AUX SNF SUR LA PÉRIODE JANVIER 2003 - MARS 2007

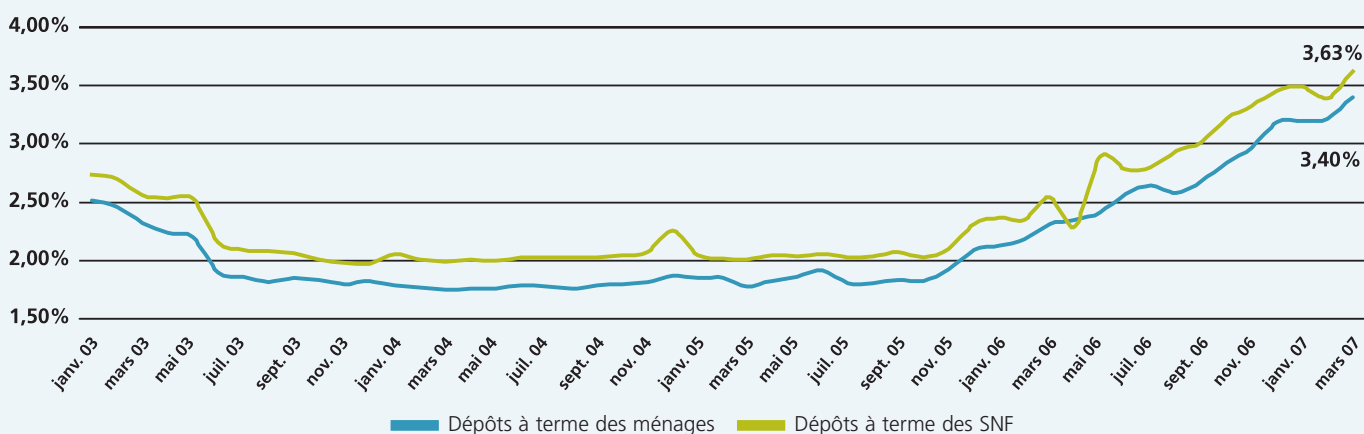


Source : BCL

Les rémunérations des dépôts à terme des ménages et des SNF ont respectivement progressé de 110 et 115 points de base entre décembre 2005 et décembre 2006. Cette tendance s'est prolongée au premier trimestre 2007 avec des progressions respectives de 21 et 17 points de base entre décembre 2006 et mars 2007.

Au 31 mars 2007, les dépôts des ménages étaient rémunérés à 3,40% tandis que ceux des SNFs étaient rémunérés à 3,63%. Si le mois d'avril 2007 a vu la tendance relative aux SNF s'amplifier, puisque la progression de la rémunération des dépôts de ces dernières atteint 22 points de base (à 3,85%), il a, en revanche, été marqué par une progression plus modeste de la rémunération des dépôts des ménages (+ 5 points de base à 3,45%).

GRAPHIQUE 31 : ÉVOLUTION DE LA RÉMUNÉRATION DES DÉPÔTS DES MÉNAGES ET DES SNF SUR LA PÉRIODE JANVIER 2003 - MARS 2007



Source : BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.4.3 L'emploi dans le secteur financier

L'effectif des banques

Au 31 mars 2007, les banques luxembourgeoises employaient 25 177 personnes (dont 29% de luxembourgeois) ; cela représente une hausse de 425 emplois, soit 1,7%, par rapport à décembre 2006. Cette progression doit être décomposée en une hausse réelle de 210 emplois et une hausse de 215 emplois liée à une extension du périmètre de recensement.

En effet, depuis le premier trimestre 2007, l'effectif des caisses rurales Raiffeisen est comptabilisé dans cette statistique, ce qui n'était pas le cas auparavant. Toutefois, après correction de cet effet, la progression de l'effectif des banques luxembourgeoises reste significative avec 229 emplois nets créés au cours du premier trimestre 2007 (+0,93%). Cette tendance confirme la bonne orientation de l'emploi bancaire sur la place luxembourgeoise depuis le premier semestre 2004. Ainsi, après des hausses respectives de 0,16% et 2,99% en 2004 et 2005, l'effectif des banques luxembourgeoises a progressé de 6,50% au cours de l'année 2006.

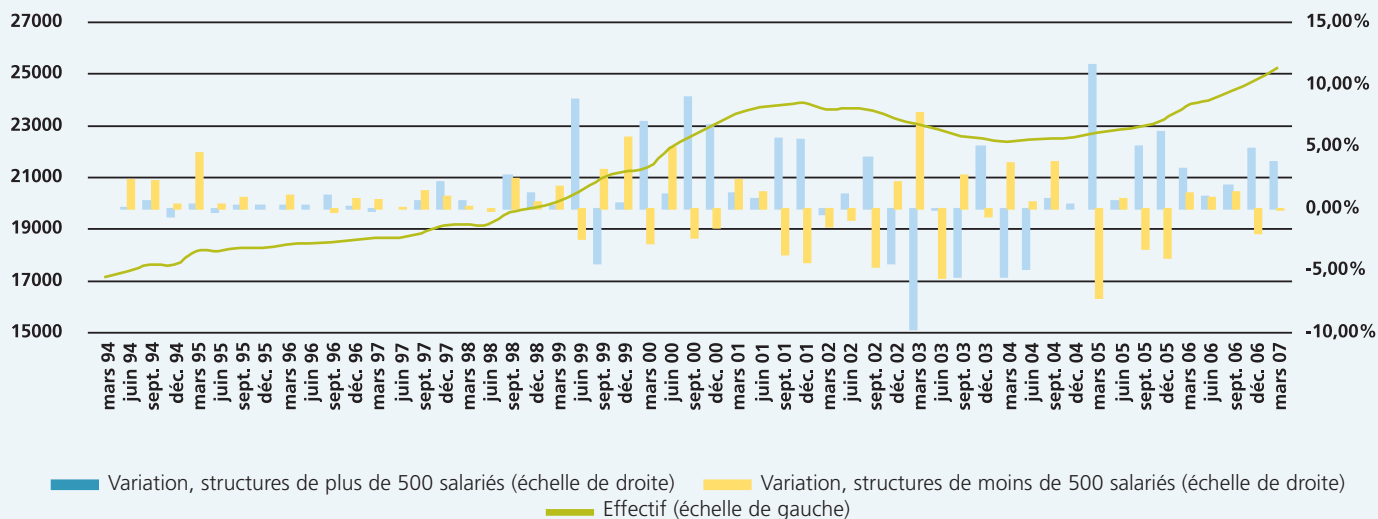
Comme le montre le graphique ci-dessous, cette croissance de l'effectif est surtout portée par les grandes banques.

Jusqu'en 2005, ces évolutions s'inscrivaient dans le cadre d'une réduction, parfois importante, du nombre d'établissements. En 2006, le nombre d'établissements est demeuré stable.

La progression des résultats des banques, dans un contexte économique et boursier assez favorable, explique très largement ces évolutions. En outre, il ressort de l'enquête bancaire trimestrielle, que les banques luxembourgeoises attendent une hausse de leur activité et de leurs effectifs au cours des prochains mois.

Toutefois, de nombreux projets de rapprochements entre grands groupes bancaires étant à l'étude à travers l'Europe, il convient de rester prudent face au caractère pérenne ou non de cette évolution.

GRAPHIQUE 32 : ÉVOLUTION DE L'EFFECTIF DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES SUR LA PÉRIODE MARS 1994 - MARS 2007



Source : BCL

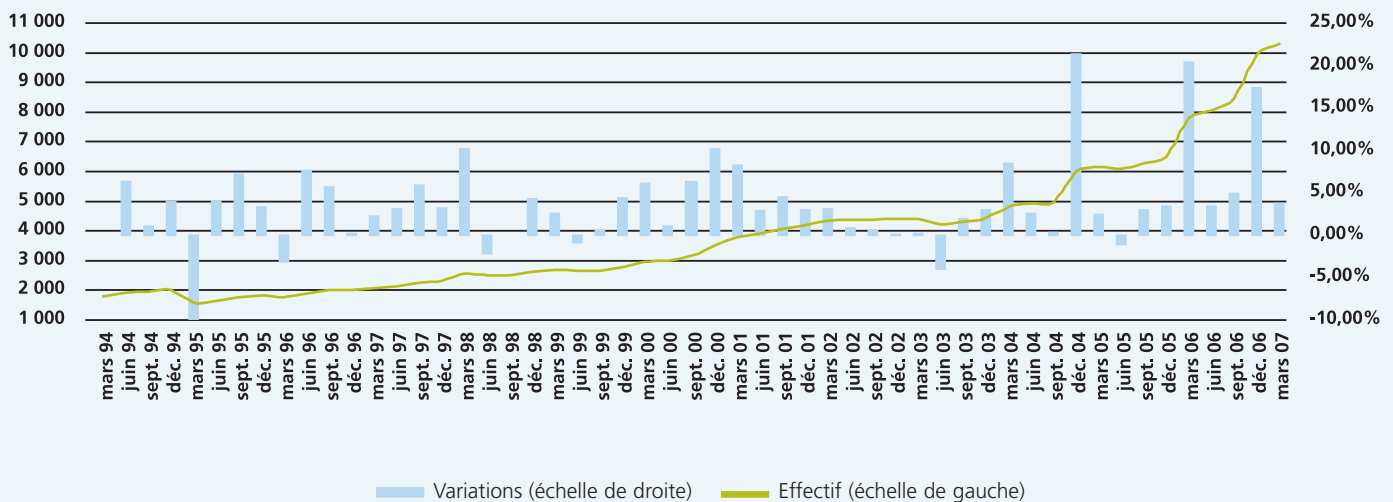
L'effectif des professionnels du secteur financier (PSF)

Les professionnels du secteur financier ont prolongé la tendance de créations nettes d'emplois entamée dès la fin de l'année 2003. Leur effectif a atteint 10 295 personnes au 31 mars 2007, ce qui représente une progression de 367 emplois, soit 3,70%, par rapport au 31 décembre 2006.

Il convient de mentionner que les variations importantes, observées en décembre 2004, mars 2006 et décembre 2006 sont imputables à des modifications de la base de calcul ; ces modifications sont liées à la prise en compte de nouveaux PSF.

En revanche la croissance de 3,70% observée au premier trimestre 2007 est entièrement imputable au dynamisme des marchés boursiers et aux bonnes perspectives de croissance économique à venir et n'est pas liée à une extension du périmètre de recensement.

GRAPHIQUE 33 : ÉVOLUTION DE L'EFFECTIF DES PSF LUXEMBOURGEOIS SUR LA PÉRIODE MARS 1994 - MARS 2007



Source : BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.4.4 L'évolution des comptes de profits et pertes

L'année 2006 a été un exercice excellent pour les établissements de crédit qui ont réalisé, d'après les chiffres provisoires, un résultat net agrégé en hausse de 61,2% par rapport à l'année précédente. L'évolution favorable de la croissance économique mondiale, la bonne performance des principaux indices boursiers, ainsi que des plus-values extraordinaires réalisées au cours de l'exercice ont permis aux banques luxembourgeoises de générer ces bons résultats.

En 2006, après quatre années de baisses consécutives, la marge sur intérêts s'est distinguée par une croissance de 23,8%. L'évolution du montant global des revenus nets a été marqué notamment par un recul de 75,6%, ou 292 millions d'euros, des revenus nets sur réalisations de titres ; au contraire, les revenus nets sur divers ont progressé de 1 216 millions d'euros, soit 265,5%. En termes de composantes du produit bancaire, la marge sur intérêts représente une part relative de 45,1%, contre 54,9% pour les autres revenus nets.

Le niveau des frais généraux administratifs s'est accru de 9,8% ; cette évolution s'explique d'une part, par une croissance des frais de personnel de 10,7%, en raison des ajustements salariaux et de l'augmentation de la main-d'œuvre (+1510 emplois) au sein du secteur bancaire et, d'autre part, par une croissance sensible des frais d'exploitation de 8,6%.

Les banques ont réalisé en 2006¹³ un résultat avant provisions de 6 761 millions d'euros, en hausse de 46,7% par rapport à l'exercice précédent. Une situation économique favorable, des marchés boursiers caractérisés par une tendance générale à la hausse et la réévaluation subséquente de certains actifs financiers ont amené les établissements de crédit à réduire leurs constitutions nettes de provisions de 33,7% à 193 millions d'euros ; ces dernières représentent 1,8% du produit bancaire.

Les paiements d'impôts ont augmenté de 10,5% par rapport à 2005 et ont constitué des recettes pour les Administrations publiques à hauteur de 852 millions d'euros. En fin de compte, un résultat net après impôts en hausse de 2 170 millions d'euros, atteignant 5 716 millions d'euros fin 2006, a pu être réalisé.

¹³ Une analyse détaillée de l'exercice 2006 peut être trouvée dans la Revue de stabilité financière 2007.

TABLEAU 16 : COMPTE DE PROFITS ET PERTES AGRÉGÉ EN FIN D'ANNÉE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS Y COMPRIS LES SUCCURSALES À L'ÉTRANGER DES ÉTABLISSEMENTS LUXEMBOURGEOIS¹⁻²

(en millions de EUR; données brutes; en fin de période)

Rubrique des débits et des crédits	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Intérêts et dividendes perçus	52,790	43,170	35,135	30,964	36,249	49,972
Intérêts bonifiés	48 332	38,895	31,000	26,874	32,288	45,069
Marge sur intérêts (1-2)	4,458	4,275	4,135	4,090	3,961	4,903
Revenus nets:						
sur réalisation de titres	174	173	288	417	386	94
sur commissions	2 830	2,654	2,552	2,853	3,253	3,761
sur opérations de change	290	317	282	300	356	446
sur divers	399	949	429	68	458	1,674
Revenus nets (4+5+6+7)	3 693	4,093	3,552	3,638	4,453	5,975
Produit bancaire (3+8)	8 151	8,368	7,687	7,728	8,414	10,878
Frais de personnel	1 804	1,871	1,790	1,884	1,994	2,208
Frais d'exploitation	1 506	1,416	1,370	1,425	1,499	1,628
Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	3,310	3,287	3,160	3,309	3,493	3,836
Impôts divers, taxes et redevances	95	51	41	35	40	46
Amortissements sur immobilisé non financier	402	316	293	302	273	235
Résultats avant provisions (9-12-13-14)	4,344	4,714	4,193	4,082	4,608	6,761
Provisions et amortissements sur disponible, réalisable, et immobilisé financier	1 405	1,928	1,241	1,025	906	712
Extourne de provisions	686	526	590	625	615	519
Constitution nette de provisions	719	1,402	651	400	291	193
Résultats après provisions (15-18)	3,625	3,312	3,542	3,682	4,317	6,568
Impôts sur revenu et le bénéfice	833	636	665	762	771	852
Résultat net (19-20)	2,792	2,676	2,877	2,920	3,546	5,716
Somme moyenne des bilans	696 778	700 110	668 146	687 486	754 825	838 227

(en pourcent de la somme de bilan agrégée moyenne)

Rubrique des débits et des crédits	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Frais généraux (lignes 10 à 14)	0.55	0.52	0.52	0.53	0.50	0.49
Résultat avant provisions (ligne 15)	0.62	0.67	0.63	0.59	0.61	0.81
Provisions et amortissements (ligne 18)	0.10	0.20	0.10	0.06	0.04	0.02
Résultat après provisions (ligne 19)	0.52	0.47	0.53	0.54	0.57	0.78

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

² Chiffres provisoires pour 2006

Source : BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 17 : COMPTE DE PROFITS ET PERTES AGRÉGÉ EN COURS D'ANNÉE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS¹⁻²

	2006 / 03	2007 / 03	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
Intérêts et dividendes perçus	11,728	15,097	28.7	3,369
Intérêts bonifiés	10,652	13,729	28.9	3,077
Marge sur intérêts (1-2)	1,076	1,368	27.1	292
Revenus nets:				
sur réalisation de titres	79	59	-25.3	-20
sur commissions	1,005	1,076	7.1	71
sur opérations de change	126	136	7.9	10
sur divers	582	188	-67.7	-394
Revenus nets (4+5+6+7)	1,792	1,459	-18.6	-333
Produit bancaire (3+8)	2,868	2,827	-1.4	-41
Frais de personnel	538	605	12.5	67
Frais d'exploitation	396	433	9.3	37
Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	934	1,038	11.1	104
Impôts divers, taxes et redevances	12	10	-16.7	-2
Amortissements sur immobilisé non financier	60	61	1.7	1
Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1,862	1,718	-7.7	-144

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

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

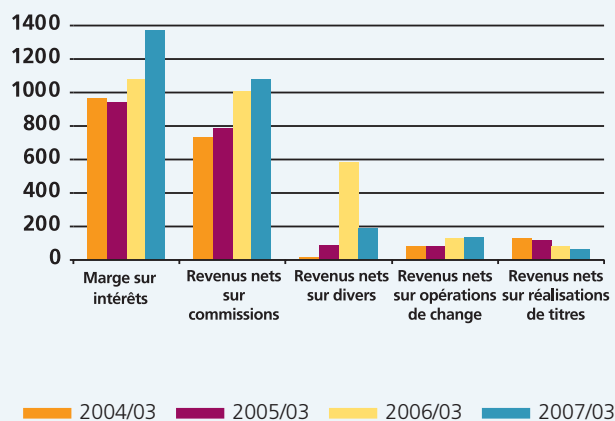
Source : BCL

1.2.4.5 L'analyse des résultats des banques au premier trimestre 2007

A la fin du premier trimestre 2007, la marge sur intérêts s'est élevée à 1 368 millions d'euros, ce qui représente une progression de 27,1%, ou 292 millions d'euros, par rapport à la même période de l'exercice précédent. Ce résultat positif est obtenu grâce à une augmentation des intérêts et dividendes perçus (3 369 millions d'euros) plus rapide que la variation des intérêts bonifiés (3 077 millions d'euros). Les intérêts perçus sur créances interbancaires représentent 29,9% du montant global des intérêts et dividendes perçus, tandis que les revenus sur valeurs mobilières à revenu variable ne comptent que pour 1,97%.

Néanmoins, suite à la forte croissance économique, de nombreuses entreprises ont augmenté leurs versements au titre du dividende, entraînant un accroissement de cette rubrique de 105,6% sur un an. D'un point de vue analytique, il importe cependant de relever que ces 297 millions d'euros de revenus de valeurs mobilières représentent une part relative de 21,7% de la marge sur intérêts, contre 13,5% au 31 mars 2006.

GRAPHIQUE 34 : ÉVOLUTION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES SUR LA PÉRIODE 2004-2007

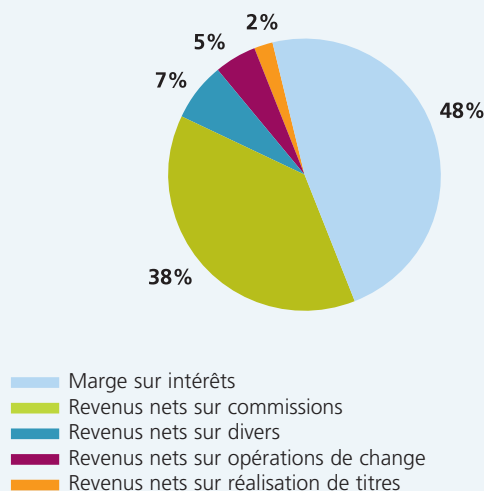


Source : BCL

Les revenus nets sur commissions ont progressé de 7,1% pour atteindre 1 076 millions d'euros fin mars 2007. Dans la continuité de la progression exceptionnelle de 28% l'année précédente, le niveau élevé des revenus issus des opérations de gestion et de prise ferme pour une clientèle privée et surtout institutionnelle, s'est confirmé. Il s'agit pour l'essentiel d'opérations de banque dépositaire, de domiciliation ou d'intermédiation sur opérations sur les marchés boursiers ou de change.

Tandis que les revenus nets sur opérations de change ont affiché une progression de 7,9%, pour s'élever à 136 millions d'euros, les revenus nets sur réalisations de titres ont pour leur part baissé de 25,3%, pour atteindre un niveau de 59 millions d'euros à la fin du premier trimestre 2007.

GRAPHIQUE 35 : POIDS RELATIF DES PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES AU PREMIER TRIMESTRE 2007



Source : BCL

Une plus-value extraordinaire de 458 millions d'euros, réalisée par une banque de la place, suite à la filialisation d'une de ses activités principales, avait poussé les revenus nets sur divers à un montant de 582 millions d'euros fin mars 2006. Une année plus tard, les revenus nets sur divers ont enregistré une diminution de pratiquement 68% pour atteindre un niveau de 188 millions d'euros. Ce niveau encore remarquable s'explique en partie par un nouveau résultat exceptionnel de l'ordre de 72 millions d'euros.

Sur la période considérée, les revenus nets ont baissé de 18,6% tandis que le produit bancaire s'est stabilisé à 2 827 millions d'euros, inférieur de 1,4% au seuil de l'année précédente ; ce dernier s'était néanmoins caractérisé par une progression remarquable de 42,6% par rapport à 2005. Cependant, faisant abstraction des résultats exceptionnels, les revenus nets ont encore augmenté de 4% à 1 387 millions d'euros, tandis que le produit bancaire a progressé de 14,3% à 2 755 millions d'euros. En dépit de la baisse des revenus nets sur divers, cette évolution positive repose essentiellement sur la croissance notable de la marge sur intérêts.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

L'effectif des établissements de crédit a évolué de pair avec la croissance de la place financière. La création nette de 1 424 emplois, ainsi que l'arrivée à échéance d'une tranche indiciaire en août et payée depuis décembre 2006 (+2,5%), sont à la base d'une hausse des frais de personnel de 12,5% sur une année. Les autres frais d'exploitation ont également évolué vers le haut (+ 9,3%). Ainsi, le niveau des frais généraux administratifs (frais de personnel et autres frais d'exploitation) a progressé de 11,1% pour atteindre un niveau de 1 038 millions d'euros sur la période considérée.

Cette évolution, se répercute sur le ratio coûts sur revenus, indicateur de la rentabilité opérationnelle, qui se détériore en passant de 32,6% au premier trimestre 2006 à 36,7% sur la même période en 2007. La neutralisation du résultat exceptionnel se traduit toutefois par une légère amélioration de la rentabilité opérationnelle du secteur bancaire qui passe de 38,8% au 31 mars 2006 à 37,7% au 31 mars 2007.

Enfin, nous pouvons mentionner une diminution des impôts divers de 16,7% ou 2 millions d'euros sur le premier trimestre 2007, ainsi qu'un léger accroissement de 1,7%, à 61 millions d'euros, des amortissements sur actifs immobiliers non-financiers au 31 mars 2007.

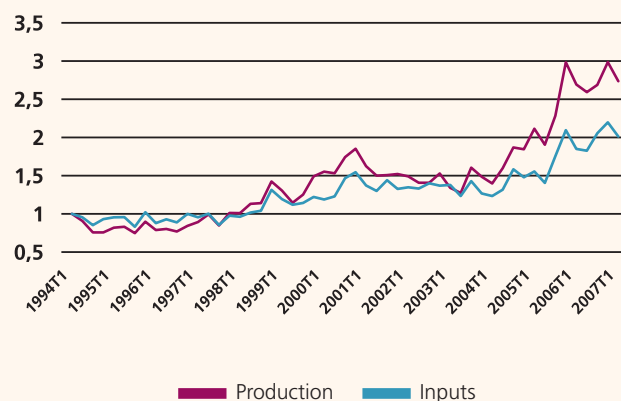
Si le produit bancaire du premier trimestre 2007 a pratiquement atteint son niveau du premier trimestre 2006, l'impact de la croissance des frais généraux administratifs détériore le résultat brut avant provisions qui recule de 7,7% ou 144 millions d'euros. Abstraction faite des éléments exceptionnels non récurrents, les établissements de crédits ont pourtant réalisé, au cours des trois premiers mois de 2007, un résultat brut avant provisions de 1 646 millions d'euros, en hausse de 17,2% ou 242 millions d'euros par rapport au premier trimestre de l'année précédente.

Production et productivité des banques

La mesure de la production bancaire (et donc de la productivité) a été longtemps sujette à des multiples controverses. Cet article adopte l'approche par le coût d'usage¹⁴ afin de mesurer la production et les prix du secteur bancaire luxembourgeois à partir des reporting trimestriels transmis à la BCL. Cette méthode consiste en l'affectation des différents flux affichés dans le compte de pertes et profits aux différents postes de l'actif et du passif bilantaires. Ainsi, un taux pour chaque poste d'actif ou du passif est calculé en fonction des flux de revenus ou de coûts associés. Ensuite, la différence entre ce taux et un taux de référence censé capturer le coût d'opportunité du capital financier fournit le coût d'usage du poste en question. Un coût d'usage négatif permet de catégoriser un poste de l'actif ou du passif comme étant un produit, tandis qu'un coût d'usage positif revient à l'identifier comme étant un entrant dans le processus de production. Or, les deux approches traditionnelles à la production bancaire, qui sont l'approche "intermédiation" et l'approche "production", se fondent sur une classification a priori. Par contre, l'approche par le coût d'usage opère une classification issue des données et peut, théoriquement, combiner des éléments afférents aux deux approches précitées.

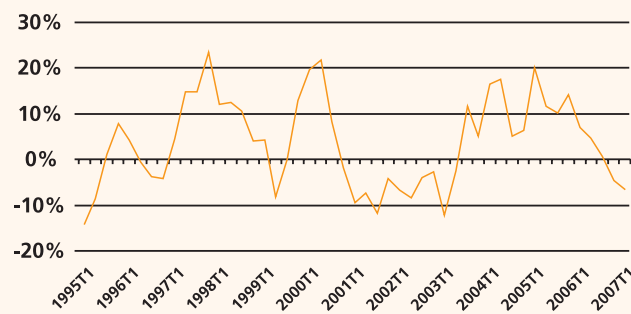
En pratique, les résultats suggèrent qu'aucune des deux approches traditionnelles n'est tout-à-fait cohérente avec les données luxembourgeoises. Parmi les quatre postes de l'actif considérés, les créances envers la clientèle et celles envers les établissements de crédits sont identifiées comme étant des produits, ce qui est conforme à l'approche "intermédiation". Les deux autres postes de l'actif considérés sont également classés en tant que produits (obligations et autre valeurs mobilières à revenus fixes et à revenus variables). Par contre, au passif, les dépôts de la clientèle sont identifiés comme étant un produit (conforme à l'approche "production") mais les dettes envers des établissements de crédit sont classées comme étant un input. Enfin, il faut signaler que les revenus qui ne peuvent pas être associés à un poste déterminé du bilan sont regroupés dans un produit financier supplémentaire qui intègre les commissions perçues et autres produits d'intérêt ou d'exploitation. Ces éléments du compte de pertes et profits sont identifiés a priori comme étant des produits. Par ailleurs, quatre postes sont aussi identifiés a priori comme étant des inputs. Ceux-ci englobent les commissions payées et les frais administratifs, l'emploi et les immobilisations corporelles et incorporelles.

GRAPHIQUE 36 : VOLUME DE PRODUCTION ET DES INPUTS (INDICES TÖRNQVIST, BANQUE REPRÉSENTATIVE)



Source : BCL

GRAPHIQUE 37 : PROGRESSION ANNUELLE DE LA PRODUCTIVITÉ TOTALE DES FACTEURS (BANQUE REPRÉSENTATIVE)



Source : BCL

Après l'identification des produits et des intrants, ceux-ci sont agrégés séparément à l'aide d'indices Törnqvist multilatéraux. Ces derniers sont construits sur la base d'une entreprise représentative qui sert d'étalon pour suivre l'évolution temporelle du secteur bancaire. Il ressort que la production totale a progressé à un taux annuel moyen de 11% sur la période 1994T1-2006T4. Ce taux élevé trouve son origine à la fois dans la progression de l'intégration financière européenne et dans le processus d'innovation financière traduit par l'introduction de nouveaux instruments financiers ou de nouvelles formes de régulation. La forte progression de la production demeure robuste à l'adoption de multiples mesures du taux de référence. Parmi celles-ci nous considérons le taux interbancaire à trois mois, le taux de rendement sur l'actif nécessaire pour couvrir le coût du passif, le taux de rendement de l'actif avec et sans les revenus des services facturés explicitement, et enfin le taux d'opportunité du capital financier estimé à l'aide d'une fonction de distance translogarithmique. Ce dernier est adopté pour la construction des indices qui sont illustrés par les graphiques de cet encadré.

¹⁴ Voir Fixler et Zieschang (1999) "The Productivity of the Banking Sector: integrating financial and production approaches to measuring financial service output", Canadian Journal of Economics, 32(2): 547-569.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La Productivité Totale des Facteurs (PTF), mesurée par la différence entre les indices de la production et des intrants, a augmenté de 4% par an sur le même échantillon. La croissance de la productivité est volatile mais les fluctuations y afférentes sont persistantes et pro-cycliques. Même si les données sont encore sujettes à révision et incorporent certains effets saisonniers, la baisse affichée par la TFP sur les deux derniers trimestres observés est un possible signal d'un retournement conjoncturel. En tout cas, cette baisse est cohérente avec la combinaison de la forte progression de l'emploi dans le secteur avec le tassement récent de la somme des bilans. Le niveau de la productivité fut également calculé pour les banques de manière individuelle. Il ressort des résultats que la productivité varie fortement à travers les établissements, mais il semble que les niveaux estimés sont plus élevés dans les entreprises de grande taille.

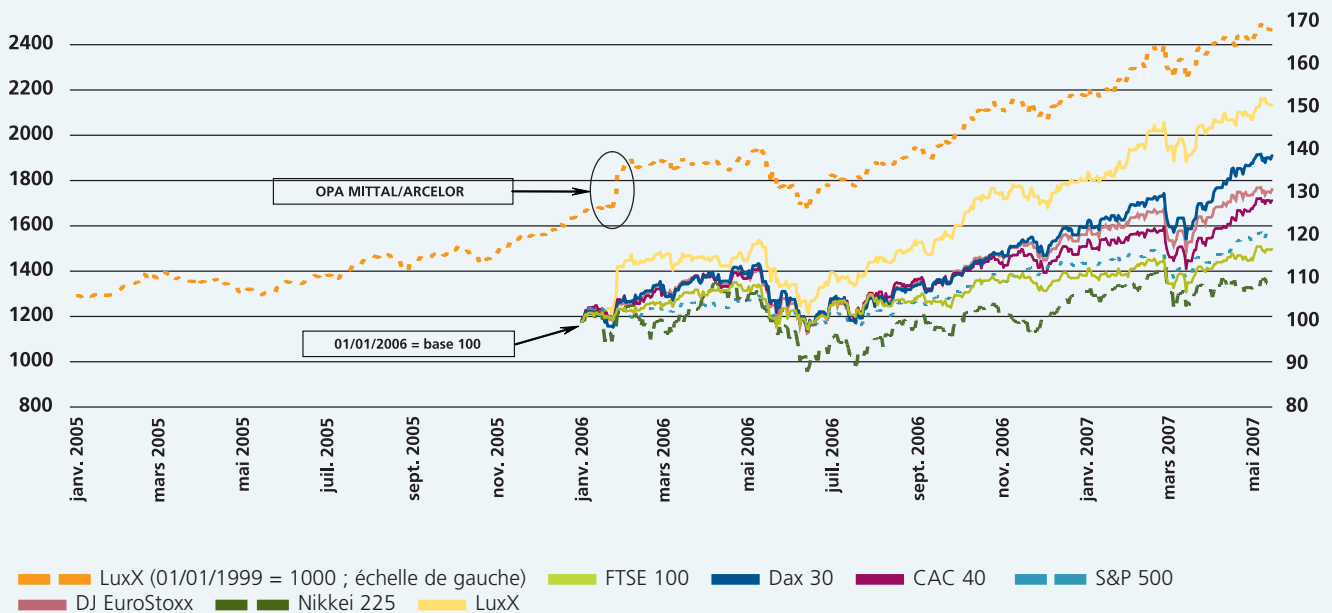
Un indice des prix implicites, dont l'évolution suggère que les prix des services d'intermédiation financière ont baissé sur la période considérée a également été calculée. Ceci pourrait refléter l'introduction des nouvelles technologies d'information et de communication, dont l'impact sur les coûts serait particulièrement favorable pour le secteur bancaire. Cette baisse de prix peut être attribuée également à la tendance baissière des taux d'intérêt nominaux au cours de la dernière décennie. La compression de la marge d'intérêt qui en résulte a réduit le coût d'usage des actifs comme des passifs et par voie de conséquence le prix implicite de la production. Dans ce contexte, l'approche par le coût d'usage est particulièrement attractive parce qu'elle fournit une mesure de prix pour les services d'intermédiation financière qui ne sont pas directement facturés, c'est-à-dire ceux dont le prix ne peut pas être observé directement.

1.2.5 L'activité boursière au Luxembourg

En 2006, l'indice LuxX a connu une forte progression, passant de 1 636,98 en janvier à 2 176,92 points en décembre (+33%). En 2007, l'indice luxembourgeois a ensuite avancé de 13%, pour s'établir à 2 465 points le 14 mai 2007. Ces chiffres globaux masquent une évolution hétérogène au niveau des actions incluses dans l'indice LuxX et le dynamisme élevé est largement imputable à la forte progression d'une seule valeur de l'indice. Plus spécifiquement, l'événement majeur de l'année sous revue en matière d'actions était l'acquisition d'Arcelor par Mittal Steel. Cette acquisition avait comme conséquence l'introduction des actions Mittal Steel à la Bourse de Luxembourg et, avec effet le 1^{er} août 2006, leur introduction dans l'indice LuxX. En revanche, les actions Arcelor ont été retirées de l'indice LuxX le même jour, mais restaient négociées à la Bourse de Luxembourg. Les actions Arcelor ont avancé de 96% environ entre fin 2005 et fin juillet 2006.

Dès leur introduction dans l'indice LuxX, les actions Mittal Steel ont progressé de 18%, pour s'établir à EUR 32,05 fin 2006. La progression des autres actions de l'indice fut plus hétérogène : alors que les actions de Fortis, KBC Group, BGL Investment Partners, Cegedel, Foyer et RTL ont connu une progression entre 17% et 23% en 2006, les actions SES Global se sont inscrites en baisse (-9%). La capitalisation domestique du marché a augmenté de 38,8%, passant de 43 448,4 millions d'euro en fin 2005 à 60 303,1 millions d'euros en fin 2006. Contrairement à l'année sous revue, toutes les composantes de l'indice LuxX se sont inscrites en hausses entre fin 2006 et mi-mai 2007. Les actions Audiolux (+58%) et Mittal Steel (+30%) affichent la plus grande progression depuis fin 2006.

GRAPHIQUE 38 : L'ÉVOLUTION DU LUXX ET DES INDICES BOURSIERS ÉTRANGERS
(INDICE : 01/01/2006 = 100 SAUF INDICATION CONTRAIRE ; DONNÉES QUOTIDIENNES)



Source : Bloomberg

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Globalement, l'année sous revue a connu une forte activité de cotation en bourse. La Bourse de Luxembourg a introduit 10 544 titres. Au total, la Bourse de Luxembourg comptait donc 39 860 valeurs à la date du 31 décembre 2006, soit une progression de 10,56% par rapport à l'année précédente. La ventilation du nombre des valeurs cotées met en évidence une diminution de la part des obligations (de 74,3% en fin 2005 à 71,8% en fin 2006) et des actions (de 0,8% en fin 2005 à 0,7% en fin 2006). En revanche, le nombre de warrants - dont la plupart se réfère à des actions ou des indices - a progressé de manière significative. Dans une moindre mesure, les OPC ont augmenté, portant leur part dans le nombre de valeurs cotées de 7,8% en fin 2005 à 10,2% en fin 2006. Le nombre de valeurs cotées est égal à 40 000 en janvier 2007.

Un autre événement important de l'année sous revue constituait la cotation à la Bourse de Luxembourg des obligations d'une valeur faciale d'un milliard d'euros émises par International Finance Facility for Immunisation Company (IFFIm) à la date du 14 novembre 2006. Cette valeur constitue la première tranche d'un programme conçu à financer des campagnes d'immunisation au sein des pays souffrant d'une grande pauvreté.

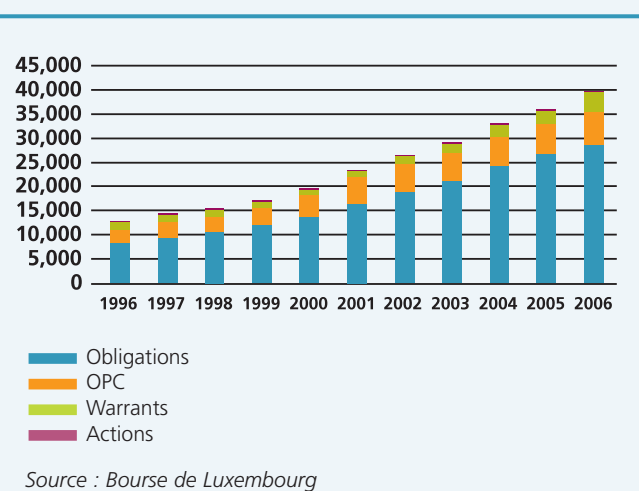
Malgré le nombre de valeurs cotées en hausse, le volume des échanges a nettement diminué au cours de l'année passée. Plus spécifiquement, le volume des échanges a diminué respectivement de 34% pour les obligations, de 10% pour les actions, de 64% pour les OPC et de 95% pour les warrants. La diminution du volume des échanges pour les obligations met davantage en évidence l'activité tout à fait exceptionnelle observée en 2005, l'année 2006 représentant en effet une progression substantielle par rapport à 2004. En revanche, la diminution du volume des échanges pour les actions ainsi que pour les OPC s'inscrit dans le cadre d'une tendance baissière. Ainsi, fin 2006 le volume des échanges a diminué de 42% pour les actions et de 89% pour les OPC par rapport à fin 2004. En dépit d'une forte activité de cotation dans le segment des warrants, leur volume d'échange s'est sensiblement réduit au cours des deux dernières années ; en 2006, la part des warrants fut quasi-nulle par rapport aux autres segments. La ventilation du volume des échanges met en évidence une concentration sur les obligations et les actions qui regroupent 98,6% du volume des échanges total, alors que la part des OPC a diminué de 16,2% en 2004 à 1,4% en 2006.

TABLEAU 18 : SEGMENTATION DU VOLUME DES ÉCHANGES

	2002	2003	2004	2005	2006
Obligations	70,0%	47,9%	49,5%	87,8%	86,1%
Actions	16,7%	29,4%	27,1%	9,3%	12,5%
OPC	13,2%	16,5%	16,2%	2,7%	1,4%
Warrants	0,0%	6,2%	7,2%	0,2%	0,0%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Source : Bourse de Luxembourg

GRAPHIQUE 39 : NOMBRE DE VALEURS COTÉES



1.2.6 Le marché du travail

1.2.6.1 L'emploi

La situation sur le marché du travail au Luxembourg a continué de s'améliorer en demi-teinte en 2006. De fait, bien que la progression de l'emploi total intérieur se soit renforcée à 3,7%¹⁵ en moyenne après 2,9% en 2005, en écho au redressement de la conjoncture, elle n'a pas porté ses fruits pour ce qui est du taux de chômage qui s'est quant à lui fixé à un niveau supérieur à celui de l'année précédente, soit 4,5% contre 4,3% en 2005.

Ce raffermissement de la croissance annuelle de l'emploi a abouti à la création nette de près de 12 000 postes en 2006 après environ 10 000 emplois nouveaux en 2005, ce qui constitue la meilleure performance enregistrée depuis 2001. Dès lors, l'emploi total s'est fixé à 318 647 personnes en 2006. La trajectoire intra-annuelle de la progression de l'emploi met en lumière une accélération graduelle au cours des dix premiers mois de 2006 (passant de 3,3% en janvier à 4,3% en octobre) suivie d'une décélération au cours des deux derniers mois qui - selon les premières estimations disponibles - pourrait se poursuivre par une quasi-stabilisation autour de 4,1% au cours des quatre premiers mois de 2007 (se fixant à 4,1% en avril). Ce sentier de croissance emprunté par l'emploi semblerait faire écho avec un retard de trois trimestres à l'évolution du PIB, qui présente le sommet de son cycle au début de 2006.

Plus précisément, concernant les différentes composantes de l'emploi, la progression annuelle de l'emploi salarié s'est elle aussi consolidée en 2006 pour atteindre 4,0%, alors que l'emploi indépendant a reculé de 0,6%. Soulignons toutefois que cette baisse de l'emploi indépendant ne relève pas de la conjoncture mais a été occasionnée par l'application de la loi du 25 juillet 2005 portant sur le statut des dirigeants de sociétés et des conjoints-aidants¹⁶.

Tout comme les années précédentes, les non-résidents ont occupé deux emplois créés sur trois. Cette part des travailleurs frontaliers dans les créations d'emplois est demeurée stable depuis trois années. En outre, la part que représentent les frontaliers dans l'emploi total est en augmentation tendancielle depuis plus de vingt ans et elle s'est élevée à 38% en 2006 (après 37% en 2005). Nonobstant ces constatations sur l'emploi frontalier, la prudence s'impose lorsqu'il s'agit de savoir si ce sont les non-résidents qui contribuent réellement à l'expansion du marché du travail au Luxembourg.

Selon une étude portant sur les taux de mobilité des salariés en fonction de leur origine géographique, il y a eu cours d'une année donnée au Luxembourg autant d'embauches de résidents que de frontaliers. Ainsi, la différence précédemment observée entre les résidents et les non-résidents dans les créations nettes d'emplois s'explique par le fait que le nombre de départs du marché de l'emploi par les résidents a été bien plus important que dans le cas des frontaliers. Ceci explique que le surplus de résidents c'est-à-dire la différence entre les arrivées et les départs) a été plus faible que celui des frontaliers et, qu'au final, en dépit du même nombre d'embauches pour ces deux catégories de salariés au départ, on puisse observer une moindre contribution des résidents aux créations d'emplois¹⁷. Par ailleurs, la progression annuelle de l'emploi frontalier a poursuivi une trajectoire ascendante pour finalement afficher 6,7% en moyenne en 2006 (après 6,4% en 2005). A ce rythme de croisière, le nombre total de travailleurs non-résidents s'est établi à 125 819 en 2006. La France reste le pays de résidence de la majorité des frontaliers (51% des l'ensemble des travailleurs non-résidents), suivie de la Belgique (26%) et de l'Allemagne (23%). Depuis 2000, les parts respectives de travailleurs en provenance de France et d'Allemagne ont graduellement augmenté, alors que celle relative à la Belgique a reculé.

De son côté, l'emploi national a affiché une stabilisation de sa croissance autour de 1,7% en 2006 en moyenne (contre 0,9% en 2005) ce qui a porté le nombre de travailleurs résidents à 201 228 personnes, contre 197 800 l'année précédente.

Ce dynamisme sur le front de l'emploi observé en 2006 a bénéficié à l'ensemble des secteurs, de sorte que la croissance de l'emploi total intérieur repose désormais sur une base sectorielle élargie. En effet, le secteur des "autres services", qui a été le pilier du redressement graduel de la croissance de l'emploi depuis 2002 (1,8% en 2006 après 4,6% en 2005) a été distancé par d'autres secteurs et plus particulièrement par celui des "activités financières, immobilier, locations et services aux entreprises" (7,9% en 2006 contre 3,1% en 2005), qui a repris le rôle de moteur principal qu'il occupait avant le ralentissement de la conjoncture en 2001. A noter que le secteur de l'industrie, qui avait engendré une hémorragie d'emplois au moment du ralentissement conjoncturel de 2001, a confirmé en 2006 son redémarrage entamé en 2005 (0,6% en 2006 après 0,3% en 2005).

¹⁵ Selon les derniers chiffres de la comptabilité nationale publiés en avril 2007.

¹⁶ En résumé, la loi du 25 juillet 2005 sur le statut des dirigeants de sociétés et des conjoints-aidants stipule d'une part, que l'autorisation d'établissement sur laquelle figure le nom de la personne qui assure la gérance de la société est retenue comme principal critère pour affilier celle-ci à la sécurité sociale en qualité d'indépendant, quelle que soit la forme de la société. Néanmoins, pour les sociétés de personnes ainsi que pour les Sàrl, il faut, en outre, que la personne en question détienne plus de 25% des parts sociales. D'autre part, la loi précise que l'affiliation comme indépendant par le simple fait de détenir seul ou ensemble avec son conjoint plus de la moitié des parts sociales est

abandonnée. Enfin, elle déclare que le statut de conjoint-aidant est désormais réservé à la seule personne qui apporte son aide à son conjoint en dehors d'un lien sociétaire (ex : le conjoint d'un médecin, d'un avocat, etc.). Par contre, ce statut ne sera plus retenu pour le conjoint d'un indépendant œuvrant dans le cadre d'une société. Ledit conjoint pourra, dès lors, être affilié comme salarié de la société, à condition de ne pas remplir lui-même les conditions pour être qualifié d'indépendant.

¹⁷ *Les flux de main-d'œuvre au Luxembourg*, Jacques Brosius, Population et Emploi, CEPS/INSTEAD, Décembre 2006, page 5.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Mais qu'en est-t-il de l'évolution de l'emploi dans le secteur de l'intérim? Les données disponibles pour 2006 mettent en lumière une accélération de la croissance de l'emploi intérimaire (12,2% après 10,7% l'année précédente) ainsi qu'une décélération de la progression du nombre d'entreprises utilisatrices et du nombre de contrats d'intérim (respectivement 11,9% et 11,3% après 14,7% et 15,1% en 2005). Dans le contexte économique favorable qui a prévalu en 2006, cette évolution du travail intérimaire pourrait être liée à une substitution de contrats à durée déterminée par des contrats à durée indéterminée.

1.2.6.2 Le chômage

La robustesse de l'activité économique en 2006 a stimulé la progression des principaux agrégats de l'emploi et les a replacés sur un sentier de croissance consolidée. Néanmoins, ce réajustement à la hausse de la progression de l'emploi n'a pas eu d'impact en termes de baisse du taux de chômage en 2006, lequel a continué d'augmenter pour s'inscrire à 4,5%. Dans ce contexte, le nombre de chômeurs s'est fixé à 9 487 personnes en moyenne en 2006 (après 8 900 en 2005). A noter que parallèlement le taux de chômage désaisonnalisé a aussi continué de s'orienter à la hausse, passant de 4,2% en 2005 à 4,4% en 2006, ce qui conforte ce constat d'absence de retournement de tendance au cours de l'année sous revue. Les données disponibles pour les quatre premiers mois de 2007 décrivent une baisse du taux de chômage (de 4,9% en janvier 2007 à 4,4% en avril 2007), qui va de pair avec une stabilisation du taux de chômage désaisonnalisé (autour de 4,5%). Ceci pourrait dévoiler les prémises d'une stabilisation de la situation de fond, qui devra être confirmée au cours des mois à venir avant de pouvoir conclure à l'entrée dans une phase de rémission durable.

En dépit de l'orientation favorable engagée au cours des premiers mois de 2007, un certain nombre de chômeurs risque de ne pas bénéficier de la vigueur de la conjoncture prévue cette année pour retrouver un emploi. De fait, une analyse plus détaillée révèle que l'origine du chômage au Luxembourg n'est pas exclusivement de nature conjoncturelle.

D'une part, plus de la moitié des personnes inscrites auprès de l'ADEM en 2006 ne disposent que d'une formation initiale de niveau primaire, ce qui constitue un obstacle pour elles lors de la recherche d'un emploi. L'essentiel des postes offerts nécessitent en effet une formation bac+.

De fait, le secteur des "activités financières", qui a été le principal pourvoyeur d'emplois nouveaux en 2006 - et devrait selon l'enquête bancaire trimestrielle continuer à être dynamique en 2007 - crée essentiellement des postes pour des travailleurs qualifiés, voire spécialisés dans le domaine financier.

D'autre part, en 2006, près d'un chômeur sur trois (31% en moyenne) est un chômeur de longue durée, qui peut subir une dépréciation de ses compétences lors de cette longue période de chômage. Une telle situation pourrait dissuader un employeur de l'embaucher, d'autant plus qu'il est en concurrence avec les personnes à la recherche d'un emploi au sein de la Grande Région. En outre, un chômeur sur cinq inscrit à l'ADEM est handicapé ou présente une diminution de ses capacités. Or, ces chômeurs sont pour les trois-quarts d'entre eux des chômeurs de longue durée et pour près de deux tiers caractérisés par un niveau d'étude inférieur. Le profil de ces chômeurs risque de ne pas être en adéquation avec les caractéristiques des travailleurs recherchés par le principal gisement d'emplois au Luxembourg qui recherche des profils qualifiés.

Le taux de chômage au sens "large", qui englobe les chômeurs dans une mesure de mise au travail ou de formation, s'est lui aussi fixé en 2006 à un niveau supérieur à celui de 2005, soit 6,2% (après 6,1% l'année précédente). Cette évolution s'explique à la fois par la hausse de la composante "stricte" de ce taux de chômage et par celle du nombre de mesures spéciales pour l'emploi, dont le nombre est passé de 3 944 en 2005 à 3 978 en 2006, soit une augmentation annuelle de 0,9% (après 5,4% en 2005). Soulignons que les trois mesures les plus efficaces en termes de réinsertion à court et long terme¹⁸, à savoir le stage de réinsertion, le CAT privé et les mises au travail, n'ont concerné qu'un quart environ des bénéficiaires de ces mesures en 2006, mais que leur part dans l'ensemble des mesures a augmenté de 14% par rapport à 2005.

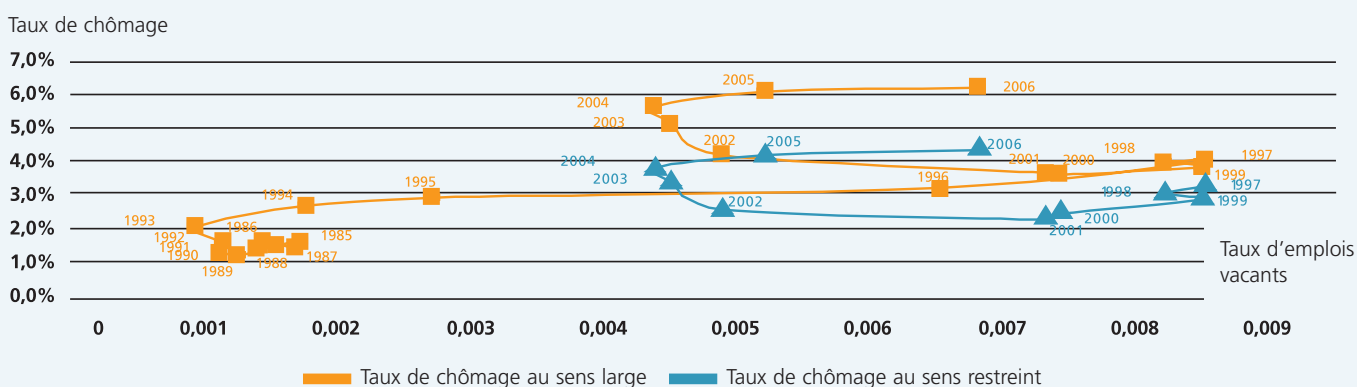
Dans ce contexte de situation paradoxale entre d'un côté l'embellie de la situation de l'emploi et de l'autre côté une hausse du taux de chômage au cours de 2006, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) a poursuivi son ascension (+45% en moyenne en glissement annuel en 2006) dans le sillage de la progression observée depuis 2004. De fait, 1 751 emplois ont été offerts en moyenne chaque mois en 2006 (après 1 210 emplois offerts en moyenne chaque mois de l'année précédente).

¹⁸ Brosius J., Clément F. et M. Zanardelli ; Evaluation de l'efficacité des mesures en faveur de l'emploi au Luxembourg, CEPS, octobre 2006

Plus précisément, on observe que plus de la moitié des postes vacants (58%) se situent dans les secteurs/métiers des "Employés de bureau" et des "Professions libérales, techniciens et assimilés" en 2006. Le ratio des DENS aux OENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale inoccupée et la demande de travail (qui est aussi adressée aux étrangers). Les données disponibles décrivent une nette amélioration de la situation concernant le ratio entre l'offre et la demande de travail. En moyenne, un poste est offert pour 5 candidats potentiels inscrits à l'ADEM, en 2006 alors que l'année précédente un emploi avait été offert à 8 chômeurs. L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation est demeurée la plus substantielle en 2006 : "Vendeurs" (19 chômeurs potentiellement intéressés par une offre d'emploi), "Autres services" (18/1) et "Agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés" (11/1). L'importante inadéquation détectée au sein de ces secteurs exigeant a priori un niveau d'études peu élevé combinée au fait que ces secteurs ont offert un nombre de postes substantiels (une OENS sur dix en moyenne en 2006) détonne, car plus de la moitié des chômeurs ne disposent que d'une formation initiale de niveau primaire.

Ceci conforte l'idée de l'existence d'un noyau de chômage qui n'est guère de nature conjoncturelle au Luxembourg. Dès lors, cette faible efficacité du processus d'appariement relevée au sein de ces secteurs s'est reflétée sur la courbe de Beveridge en 2006 sous forme d'un choc de réallocation, qui aurait été occasionné par une inadéquation croissante entre la structure de l'offre et de la demande de travail en termes de qualifications. Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail au cours de 2006 sont ceux des "Employés de bureau" (2 demandes d'emploi potentielles pour une proposition d'emploi), des "Professions libérales, techniciens et assimilés" (3/1) et des "Directeurs et cadres administratifs supérieurs" (3/1).

GRAPHIQUE 40 : LA COURBE DE BEVERIDGE POUR LUXEMBOURG



Sources : IGSS, STATEC et calculs BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.6.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 3,5% en 2006, ce qui dénote une stabilité par rapport à l'année précédente. La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle une moindre contribution de l'indexation en 2006 qu'en 2005 (2,1pp en 2006 après 2,5pp en 2005) et donc, en contrepartie, une part contributive des autres composantes plus élevée (1,4pp après 1,0pp).

Plus précisément, la moindre contribution de l'indexation à la croissance du coût salarial en 2006 est imputable à la modulation de l'indexation par la loi 27 juin 2006 adaptant les modalités d'application de l'échelle mobile, qui a conduit au report de la tranche indiciaire d'août 2006 à décembre 2006. La hausse de la part contributive des autres composantes en 2006 pourrait s'expliquer par le renforcement de la conjoncture, qui a notamment favorisé le versement de primes et de gratifications ainsi que le versement d'augmentations individuelles.

Soulignons que cette stabilisation décrite par cet indicateur de court terme de l'IGSS n'est pas en phase avec la première estimation de la rémunération moyenne par salarié dévoilée par les comptes nationaux d'avril 2007, laquelle révèle une modération à 2,3% de la croissance des coûts salariaux en 2006. Cette première estimation de la rémunération moyenne par salarié de la comptabilité nationale semble décalée par rapport à l'évolution de ses différentes composantes au cours de 2006. De fait, en 2006 la contribution de l'indexation automatique des salaires à la croissance du coût salarial s'est élevée à 2,1pp et la croissance des salaires négociés au sein du secteur public et du secteur bancaire, qui représentent près de la moitié de la masse salariale au Luxembourg, ont été respectivement de 0,8pp et 1,1pp. Plus encore, la bonne tenue de la conjoncture ne laisse pas présager une baisse de la composante "glissement des salaires". Cette première estimation des comptes nationaux pour la rémunération moyenne par salarié doit donc être interprétée avec prudence, de même que tous les indicateurs qui en sont dérivés. Les comptes nationaux feront en effet nécessairement l'objet de révisions lors des prochaines publications.

TABLEAU 19 : 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

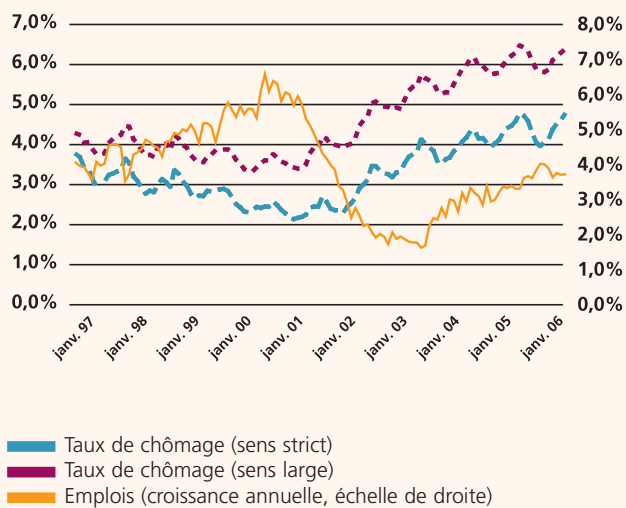
		Années			Trimestres				Mois		
		2004	2005	2006	2006T1	2006T2	2006T3	2006T4	200610	200611	200612
Contribution à la croissance en points de pourcentage	Indexation	2,1	2,5	2,1	2,5	2,5	2,5	0,8	0,0	0,0	2,5
	Autres composantes	1,0	1,0	1,4	1,5	1,6	1,0	1,7	1,7	1,2	1,7
Variation annuelle en %	Coût salarial total	3,1	3,5	3,5	4,0	4,1	3,5	2,6	1,7	1,2	4,2

Source : IGSS

Chômage et politiques de l'emploi

Ces dernières années, malgré une croissance continue de l'emploi, le taux de chômage luxembourgeois a augmenté de façon progressive, passant de 2% en 2000 à presque 5% actuellement (voir le graphique 41).

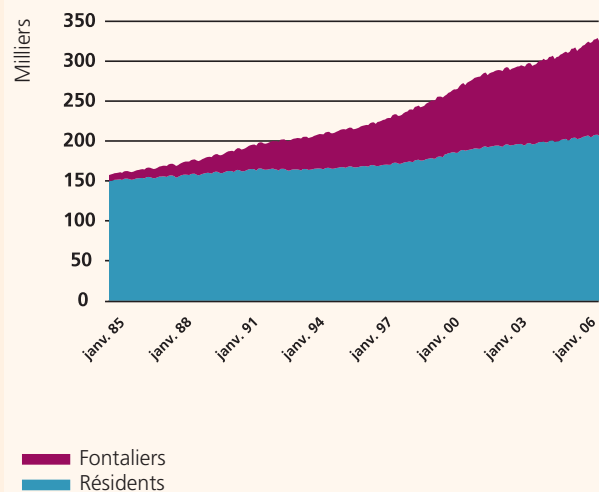
GRAPHIQUE 41 : ÉVOLUTION DE L'EMPLOI ET DU TAUX DE CHÔMAGE AU LUXEMBOURG



Note : la définition au sens strict exclut tous les demandeurs d'emploi participant à une mesure d'activation organisée par l'administration de l'emploi (ADEM).

Sources : IGSS et STATEC

GRAPHIQUE 42 : EMPLOI TRANSFRONTALIER ET EMPLOI RÉSIDENT AU LUXEMBOURG



Sources : IGSS et STATEC

Ce phénomène a priori contradictoire a pour toile de fond le fait que sur les quelque 300 000 emplois existants au Luxembourg, environ 40% sont occupés par des frontaliers (voir le graphique 42). Ce pourcentage est de surcroît encore en augmentation, puisque les entrées de travailleurs frontaliers représentent actuellement près de 70% des nouvelles créations nettes d'emplois. Ces observations soulèvent au moins deux questions. L'arrivée massive de travailleurs frontaliers explique-t-elle la détérioration du chômage des résidents? Et quelle(s) politique(s) économique(s) faudrait-il mettre en oeuvre pour réduire le chômage tout en préservant le fort taux de création d'emplois?

Pour tenter de répondre à ces questions un modèle du marché du travail luxembourgeois a été développé à la Banque centrale du Luxembourg (voir Cahier d'études n° 26, 2007, pour une présentation complète du modèle et de ses résultats). La discussion sera élargie en examinant les politiques du marché du travail menées dans des pays voisins et en analysant leurs effets ainsi que leur applicabilité au Luxembourg.

Avant de présenter la réflexion, il est important de mentionner certains points. Premièrement, il est difficile de mettre en oeuvre des politiques sans comprendre le fonctionnement du marché du travail en général et du marché du travail luxembourgeois en particulier. C'est pourquoi l'analyse sera basée sur le modèle précité ou sur des recherches qui ont été menées par d'autres. Deuxièmement, malgré toutes ces études, notre connaissance n'est encore que très partielle. Le fonctionnement du marché du travail est en effet extrêmement complexe vu la forte hétérogénéité des situations individuelles qui le composent. Troisièmement, il est toujours très délicat de parler de politiques du marché du travail car on touche directement à des situations humaines difficiles et, dans l'immense majorité des cas, non voulues. Enfin, il est impossible de présenter de manière exhaustive toutes les politiques du marché du travail concevables. Des éléments comme la formation des salaires (négociations collectives, indexation, salaire minimum, taxation,...), les qualifications ou encore la formation ne sont par exemple pas abordés, car ils sont difficilement analysables avec le modèle développé.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Un modèle du marché du travail luxembourgeois

Ce modèle théorique du marché du travail est basé sur le modèle statique d'appariement de Pissarides (2000). Le processus d'appariement entre offre et demande de travail est long et complexe : une entreprise n'embauche pas n'importe quel demandeur d'emploi, un demandeur n'accepte pas n'importe quelle offre, et les deux parties n'ont pas accès à la même information. L'utilisation d'une fonction d'appariement (matching function) entre demandeurs et offreurs d'emplois est une façon simple de prendre en compte ces difficultés d'appariement et d'expliquer la présence simultanée sur le marché de chômeurs de longue durée et d'offres d'emploi non satisfaites. Dans ce modèle, les entreprises créent de nouveaux postes en fonction de leur espérance de profits et les demandeurs d'emploi cherchent plus ou moins intensivement en fonction de leur espérance de revenus. Tant la création que la recherche d'emplois sont coûteuses. Enfin, les entreprises et les travailleurs négocient les salaires selon leurs pouvoirs de négociation respectifs. Cette représentation du marché du travail est courante dans la littérature économique et particulièrement adaptée à la simulation de diverses politiques économiques. Une distinction entre résidents et frontaliers (ces derniers peuvent choisir ou non de chercher un emploi au Luxembourg) et entre emplois privés et emplois publics est de plus incorporée au modèle afin de mieux rendre compte de la réalité du marché du travail luxembourgeois. En outre, le modèle est calibré sur données luxembourgeoises¹⁹.

Éviction des résidents par les frontaliers?

Peut-on expliquer la hausse du chômage par la part de plus en plus importante des frontaliers dans l'emploi total? Une hausse du nombre de transfrontaliers potentiels a deux effets sur l'emploi domestique : un effet d'éviction et un effet de volume. A volume d'emploi donné, une hausse du nombre de frontaliers réduit mécaniquement l'emploi résident. C'est l'effet - négatif - d'éviction. Le second effet - positif - est lié au fait que le volume d'emploi n'est pas fixe. Si l'offre de travail augmente, il est plus aisé pour une entreprise de combler un poste vacant, ce qui atténue les tensions salariales. Le profit espéré pour l'entreprise est donc plus élevé et elle est incitée à créer plus d'emplois. La question est dès lors de savoir quel effet domine l'autre. Le modèle montre que si les entreprises réalisent un profit plus élevé en employant des travailleurs frontaliers plutôt que des travailleurs résidents, l'effet positif domine²⁰. Dans ce cas, la création d'emplois est plus que suffisante pour compenser l'effet d'éviction. En conséquence, une hausse du nombre de frontaliers potentiels contribue ceteris paribus à diminuer le taux de chômage domestique.

Si on calibre le modèle sur données luxembourgeoises, c'est ce cas de figure qui prédomine. En effet, le taux de chômage étant plus élevé et le système d'indemnisation du chômage moins généreux dans les pays voisins, les prétentions salariales des frontaliers sont plus faibles, ce qui concourt à favoriser le profit des entreprises^{21, 22}. Une augmentation du nombre de frontaliers ne peut donc à elle seule expliquer la hausse du chômage au Luxembourg. Au contraire, elle doit plutôt être vue comme une chance vu qu'elle stimule fortement l'emploi et crée donc des externalités positives pour les résidents.

Politiques protectionnistes ou emploi public

Si un afflux de main d'œuvre extérieure n'est pas préjudiciable à l'emploi des résidents, l'inverse est tout aussi vrai : une diminution du nombre de frontaliers ne réduirait pas le chômage au Luxembourg. Ainsi, on peut montrer que si, à partir d'aujourd'hui, la frontière était fermée à tout nouveau frontalier (cette politique est bien sûr présentée ici à titre d'illustration), le taux de chômage augmenterait progressivement de 2,1 points de pourcentage, c'est-à-dire passerait de 5% à un peu plus de 7%²³.

Bien que le volume de l'emploi public (secteur public au sens large incluant santé, éducation,...) ait augmenté de 47 000 à 72 000 au cours des dix dernières années, sa part dans l'emploi total est restée stable, aux alentours de 24%. Contrairement à l'emploi privé, l'emploi public au Luxembourg est protégé et réservé largement aux Luxembourgeois. Cette restriction est soit directe (explicitement mentionnée dans l'offre d'emploi), soit indirecte (par exemple nécessité de connaître le luxembourgeois, ce qui de facto limite la compétition). On peut dès lors penser qu'une augmentation de l'emploi public réduirait le taux de chômage domestique. Des simulations montrent qu'en fait, une telle politique profiterait aux frontaliers. En effet, la plupart des nouveaux emplois publics seraient attribués à des Luxembourgeois travaillant préalablement dans le secteur privé, ceux-ci étant alors remplacés par des nouveaux frontaliers plutôt que par des chômeurs. Ainsi, la création d'un emploi public ne réduirait le chômage que de 0,1 unité. En d'autres termes, il faudrait créer 10 emplois publics pour remettre un chômeur au travail, ce qui serait très onéreux.

Une alternative serait de créer de nouveaux emplois publics réservés aux chômeurs. Mais même dans ce cas, l'augmentation de la demande de travail générerait des pressions salariales à la hausse pour l'ensemble de l'économie qui in fine annihileraient l'impact positif initial. Utilisant un modèle estimé sur des données françaises, Malinvaud (1998) montre par exemple que la création d'un emploi public détruirait environ 0,5 emploi privé. La résorption du chômage par le biais de la création d'emplois publics semble donc coûteuse et inefficace, particulièrement dans une petite économie ouverte comme le Luxembourg²⁴.

¹⁹ Ce modèle peut se concevoir comme une première tentative de modélisation et de compréhension du marché du travail luxembourgeois et est donc encore incomplet sous bien des aspects. Plus précisément, deux extensions seront considérées à l'occasion de travaux futurs. Premièrement, l'immigration est actuellement assimilée à un choc exogène sur la population active. Faire dépendre la décision d'immigration des conditions économiques, tout en gardant également endogène le nombre de travailleurs transfrontaliers, rendrait certainement le modèle plus 'élégant' et permettrait probablement d'avoir une compréhension plus fine des flux de main-d'œuvre sur le marché du travail. Deuxièmement, tant les emplois que les travailleurs sont homogènes, ce qui empêche d'étudier les inadéquations entre qualifications demandées et offertes. Une décomposition des emplois et des travailleurs par qualifications permettrait d'étendre l'analyse.

²⁰ Une entreprise peut par exemple réaliser un profit plus élevé si les salaires sont plus faibles ou si la productivité est plus forte.

²¹ Le fait que, en moyenne, les salaires des frontaliers sont plus faibles que les salaires des résidents est confirmé par d'autres études (voir par exemple Brosius, 2005).

²² Deux autres éléments non repris dans le modèle mais qui pourraient également expliquer des prétentions salariales moindres sont la taxation (le salaire net est moins élevé dans les pays voisins) ainsi qu'une asymétrie d'information (le frontalier n'est pas nécessairement au courant des conditions salariales en vigueur lors de sa première négociation salariale). De même, des qualifications en moyenne supérieures pour les frontaliers pourraient justifier l'intérêt des entreprises. L'on ne dispose cependant pas de données fiables sur les différences de qualifications pour corroborer ou infirmer ce dernier point.

²³ Le fait que l'afflux de main d'œuvre étrangère n'est pas nécessairement négatif pour l'emploi est corroboré par d'autres expériences étrangères. Par exemple, aux Etats-Unis, la population en âge de travailler a augmenté de 10% entre 1990 et 2000. A la fin de cette décennie, le taux de chômage américain se situait pourtant au niveau extrêmement bas de 4,5%. On peut également se référer au livre de Cahuc et Zylberberg (chapitre 2, 2005) pour d'autres exemples.

²⁴ Cette politique a par exemple été suivie en Wallonie (où la part de l'emploi public est de 40%) avec un succès plus que mitigé vu que le taux de chômage y frôle actuellement les 20%.

L'indemnisation du chômage

L'indemnisation du chômage au Luxembourg consiste en une assurance qui est ensuite remplacée par une assistance (RMG : revenu minimum garanti). Ce dernier revenu est illimité dans le temps, pourvu que le chômeur fournisse l'effort souhaité dans sa recherche d'emploi. Comparativement aux autres pays européens, le système d'indemnisation du chômage (assurance et assistance) est relativement généreux au Luxembourg, sans cependant que ce niveau paraisse exceptionnel (l'indemnisation est par exemple plus ou moins au même niveau que dans les pays nordiques, voir le graphique 43)²⁵. Des simulations montrent qu'une baisse des allocations diminue le salaire de réserve des travailleurs, augmente leur effort de recherche et donc stimule la création d'emplois. L'effet sur le bien-être de la population domestique est par contre ambigu : l'emploi est certes stimulé, mais au prix d'une baisse des revenus.

Par contre, plusieurs études ont montré que la dégressivité ou même l'arrêt des allocations dans le temps avaient un effet bénéfique sur le retour à l'emploi²⁶. Cet effet bénéfique ne se manifeste pas via le taux de refus (qui reste stable), mais plutôt via une intensification de la recherche en fin de droit. Une dégressivité des allocations peut néanmoins poser des problèmes de justice sociale : pourquoi diminuer dans le temps les allocations si aucun emploi n'est disponible ou si le chômeur est difficilement employable? Par ailleurs, il est totalement inefficace pour la collectivité de continuer à payer des allocations à une personne qui ne cherche pas ou n'accepte pas d'emploi. Il est donc important d'instaurer des contrôles efficaces avec à la clef des sanctions crédibles. La Suisse a un système d'indemnisation du chômage (assurance et ensuite assistance) très semblable au système luxembourgeois (généreux, illimité dans le temps mais conditionnel à la recherche effective d'un emploi). Cependant, les contrôles des chômeurs ainsi que l'application effective des sanctions varie selon les différents cantons. Lalive et al. (2005) ont montré que le taux de sortie du chômage est beaucoup plus élevé dans les cantons où le degré de crédibilité des sanctions est élevé²⁷. Cette étude montre donc que prévoir des sanctions n'aura que très peu d'effets si le demandeur d'emploi sait que ces sanctions ne seront que rarement appliquées.

En conclusion, il est probablement possible de garder au Luxembourg le niveau actuel élevé ainsi que le caractère illimité de l'indemnisation du chômage (assurance suivi d'une assistance), mais il est crucial d'avoir un contrôle efficace des chômeurs, ainsi que des sanctions crédibles et effectivement appliquées. C'est justement ce manque d'application des sanctions qui a été mis en exergue par l'OCDE dans sa dernière étude sur le Luxembourg (OECD, 2006).

La protection de l'emploi

La protection de l'emploi au Luxembourg est de loin la plus élevée des pays de l'OCDE (voir le graphique 43 pour une définition et une comparaison). Que nous enseigne la littérature économique à propos de la protection de l'emploi (voir Addison et Teixeira, 2003, pour une synthèse)? Inévitablement, la protection de l'emploi diminue le taux de destruction des emplois et protège donc les employés (insiders)²⁸. Il est cependant dangereux de se focaliser uniquement sur les destructions d'emplois, car on n'a alors qu'une vue tronquée de la réalité. La protection de l'emploi diminue également le taux de création d'emploi (du fait d'une moindre flexibilité, les entreprises seront réticentes à créer de nouveaux emplois), ce qui affecte négativement les chômeurs (outsiders). Au final, les insiders sont favorisés au détriment des outsiders et l'effet sur l'emploi est ambigu. Par contre, le taux de rotation de la main d'œuvre diminue de manière non ambiguë, de même que la durée moyenne du chômage, qui augmente. Avec comme corollaire immédiat une réduction du taux de participation, car l'augmentation de la durée du chômage entraîne un phénomène de perte de qualification et de découragement de la part des demandeurs d'emplois. L'effet de la protection de l'emploi est donc plutôt négatif, sauf lorsqu'une 'politique sociale active' comportant un effort de formation permanente et d'aide à la recherche d'emplois vient contrecarrer l'allongement de la durée du chômage^{29, 30}.

²⁵ La nouvelle loi qui entre en vigueur le 1^{er} juillet va rendre l'assurance légèrement moins généreuse.

²⁶ Voir par exemple l'étude de Dormont et al. (2001) portant sur le marché du travail français et l'étude de Cockx et Ries (2004) sur le marché du travail belge.

²⁷ Il est important de noter que la crédibilité des sanctions n'a pas seulement un effet positif sur les chercheurs d'emploi, mais également sur les agents du service de l'emploi qui, ayant plus de responsabilités vis-à-vis des chômeurs, se sentent plus concernés et sont donc plus motivés.

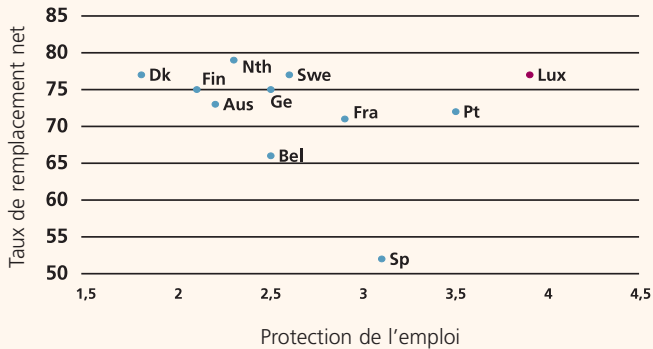
²⁸ Dans un récent papier théorique et empirique, Wasmer (2007) montre que la protection de l'emploi peut cependant parfois même être préjudiciable aux insiders. En effet, lors de retournements économiques, les entreprises ne pouvant licencier librement harcèleraient les travailleurs pour les inciter à partir d'eux-mêmes.

²⁹ Le gouvernement a récemment présenté sa nouvelle législation intitulée 'Plan de maintien dans l'emploi' et qui vise à éviter le chômage aux salariés (voir Ministère du Travail, 2007). Pourtant ce plan réduit in fine la flexibilité des entreprises et protège encore un peu plus les insiders. Il peut sembler plus pertinent de recentrer ce plan sur l'ensemble des chômeurs (et non plus sur les travailleurs qui risquent d'être licenciés) via par exemple une intensification des formations ou du coaching individuel.

³⁰ Utilisant un petit modèle théorique, Ljungqvist et Sargent (2004), expliquent même la montée du chômage en Europe au cours des 40 dernières années (par rapport à un taux de chômage resté stable aux Etats-Unis) par la combinaison d'une (trop) forte protection de l'emploi et de chocs extérieurs.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

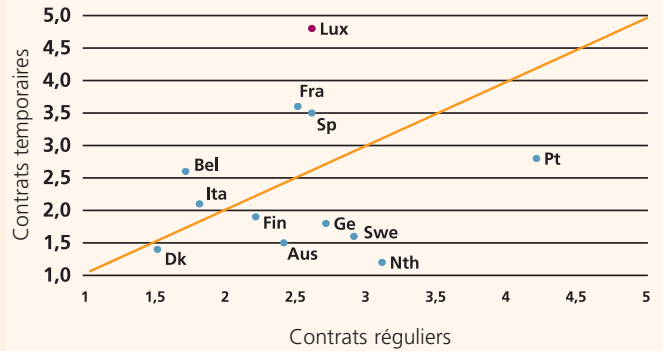
GRAPHIQUE 43 : TAUX DE REMPLACEMENT NET ET INDICE DE PROTECTION DE L'EMPLOI



Note : Taux de remplacement net : moyenne simple du taux de remplacement net (assurance et assistance) sur les 60 premiers mois de chômage pour deux types de revenus et quatre types de familles. Indice de protection de l'emploi : moyenne pondérée de la protection de l'emploi (indice synthétique) pour différents types de contrats et différents types de licenciements.

Source : OCDE

GRAPHIQUE 44 : INDICE DE PROTECTION DE L'EMPLOI SELON LE TYPE DE CONTRAT



Source : OCDE

La solution consiste-t-elle dès lors à réduire drastiquement la protection de l'emploi au Luxembourg? Premièrement, si on décompose la protection de l'emploi par type de contrats, on remarque que la protection de l'emploi pour les contrats à durée indéterminée (CDI ou contrats réguliers) se situe dans la moyenne européenne tandis que la protection de l'emploi pour les contrats à durée déterminée (CDD ou contrats temporaires) est très élevée (voir le graphique 44). Diminuer la protection de l'emploi des contrats temporaires augmenterait la flexibilité des entreprises et pourrait stimuler l'emploi. Mais le risque serait d'encre accentuer la fracture entre des emplois temporaires précaires et des emplois indéterminés stables. Certains économistes comme Blanchard (2006a) suggèrent dès lors d'instaurer un contrat unique mais progressif (CUP : contrat unique progressif), qui donnerait aux travailleurs plus de protection au fur et à mesure qu'ils restent dans l'entreprise, tout en évitant la fracture abrupte entre les deux types de contrats.

Deuxièmement, diminuer la protection de l'emploi ne doit pas nécessairement signifier une déresponsabilisation sociale des entreprises. En échange d'une liberté de licenciement accrue (liberté juridique), Blanchard (2006b) propose d'imposer les entreprises au prorata des coûts que leurs licenciements font porter à la collectivité (contrainte financière). Par exemple, les entreprises paieraient des contributions égales aux allocations de chômage de leurs ex-travailleurs. Cela inciterait les entreprises à former leurs travailleurs et à les aider dans la recherche d'un emploi, afin de diminuer leur durée de chômage et partant d'éviter une taxation trop forte. Ces propositions (CUP avec contraintes financières) restent évidemment très théoriques mais méritent assurément une oreille attentive dans un pays avec une très forte protection de l'emploi et où il est nécessaire d'attirer de nouvelles entreprises en vue de diversifier le tissu économique.

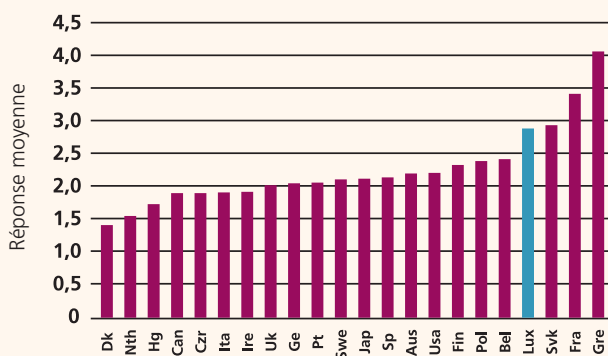
Flexicurité : la solution miracle?

En quelques années, le Danemark est parvenu à réduire fortement son taux de chômage et à augmenter son taux de participation. Sa recette ? La flexicurité, qui vient de flexibilité (pour les entreprises) et de sécurité (pour les travailleurs) et qui combine une faible protection de l'emploi, des allocations de chômage généreuses mais assorties de conditions strictes et un investissement considérable dans la formation et le suivi des chômeurs (voir le graphique 43). La flexicurité ne vise donc pas à éviter le chômage en lui-même mais plutôt à éviter le chômage de longue durée. Récemment, le Danemark a été souvent cité comme un exemple à suivre et l'année dernière, la Commission européenne a même publié un livre vert (Commission européenne, 2006) visant à promouvoir le modèle danois à travers l'Europe³¹.

Est-il souhaitable d'implémenter un modèle de type flexicurité au Luxembourg? Il peut sembler que c'est effectivement le cas, car la plupart des caractéristiques du modèle danois rejoignent les résultats de cette analyse. Les entreprises doivent pouvoir être flexibles car cela stimule la création d'emploi. En contrepartie, le travailleur qui perd son emploi doit recevoir une aide matérielle (suivi, formation) et financière (allocations de chômage) conséquente. Mais ces allocations généreuses et illimitées doivent être soumises à des conditions strictes et surtout les sanctions en cas de non respect des conditions doivent être appliquées. Mais si cela est souhaitable, est-ce directement possible de le transposer au Luxembourg? A l'aide d'un modèle avec contrats implicites, Algan et Cahuc (2005) montrent que le succès de la flexicurité dépend du degré de civisme de la population. En effet, c'est seulement si la population accepte de 'jouer le jeu' sans tricher (c'est-à-dire accepte de faire les efforts nécessaires pour pouvoir revendiquer les allocations), que le gouvernement peut offrir des allocations élevées et, en contrepartie, peut se permettre de diminuer la protection de l'emploi. Dans les autres cas (incivisme), le système est difficilement transposable car trop onéreux. Toujours selon Algan et Cahuc, une indication du degré d'incivisme est donnée par la World Value Survey (voir le graphique 45 pour les détails et résultats)³². On remarque que les deux pays ayant l'incivisme le plus bas sont le Danemark et les Pays-Bas, soit justement deux pays appliquant un modèle de flexicurité et ayant un faible taux de chômage. On notera également que, selon cette enquête, le niveau d'incivisme au Luxembourg est supérieur à la moyenne³³.

Il est certain qu'il n'existe pas de solution unique exportable dans tous les pays. Néanmoins, il devrait être possible d'introduire au Luxembourg certains éléments de flexicurité comme un assouplissement de la protection de l'emploi, un suivi plus important des chômeurs (avec mécanismes de formation) et des sanctions crédibles et effectives. Il faut néanmoins garder à l'esprit que ce système présente un coût budgétaire non négligeable qui serait encore renforcé en cas de 'non adhésion' de la population³⁴.

GRAPHIQUE 45 : INCIVISME DE LA POPULATION



Note : Moyenne des réponses à la question : 'Trouvez-vous justifiable de demander des allocations de chômage auxquelles vous n'avez pas droit ?'. Les réponses vont de 1 (jamais justifiable) à 10 (toujours justifiable).

Source : World Value Survey (1999-2004)

Quelle(s) politique(s) pour l'emploi?

Que retenir de la présente analyse? Tout d'abord que la situation sur le marché du travail luxembourgeois n'est certes pas catastrophique et qu'un taux de chômage de 5% serait envié par bien des pays européens. Pourtant, ce taux de chômage n'en reste pas moins en augmentation et il est toujours préférable de réagir le plus tôt possible. Au regard de l'analyse qui précède, l'on peut penser qu'aucune 'révolution' n'est nécessaire mais que certaines nouvelles orientations pourraient être données à la politique de l'emploi, comme une diminution de la protection de l'emploi (qui pourrait se faire dans le cadre d'un contrat progressif unique et qui pourrait être contrebalancée par des éléments correcteurs comme une taxation au prorata du coût des licenciements pour la collectivité), ou comme un effort d'accompagnement et de formation pour les chômeurs. Le caractère généreux et illimité de l'indemnisation du chômage pourrait être conservé, moyennant des sanctions crédibles et effectives en cas de non respect des règles par les demandeurs d'emplois. L'on insistera également sur le fait que, même si c'est au gouvernement de prendre ses responsabilités, tout changement ne doit pas être imposé unilatéralement mais doit faire l'objet de concertations sociales préalables, plusieurs études ayant montré que la qualité des relations entre partenaires sociaux est également très importante pour l'emploi.

³¹ L'objectif d'un livre vert est d'offrir un éventail d'idées afin de lancer un débat public dans l'UE. A l'issue de ces consultations, la Commission peut décider de publier un livre blanc, qui contient alors un ensemble argumenté de propositions visant à donner naissance à des décisions politiques.

³² <http://www.jdsurvey.net>

³³ A travers différentes questions, la World Value Survey demande aux personnes sondées d'auto évaluer leur niveau d'incivisme. On peut cependant se demander avec quel niveau d'honnêteté les sondés répondent à de telles questions. Cela incite donc à regarder les résultats avec prudence. Une population perçue comme incivique pourrait en fait être simplement... plus honnête.

³⁴ Le Danemark est le pays européen ayant le coût budgétaire le plus élevé pour ses politiques actives du marché du travail. En 2004, les dépenses liées à ces politiques actives s'élevaient à 1,8% du PIB au Danemark, pour seulement 0,9% dans la zone euro (hors Finlande) et 0,6% au Luxembourg. (sources : OECD Economic Outlook Database et projet de budget 2006 de l'Etat luxembourgeois).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Enfin, terminons par trois observations. Premièrement, il est incorrect d'expliquer la hausse du taux de chômage par l'afflux de travailleurs frontaliers. Cet afflux doit au contraire être vu comme un gisement de main d'oeuvre qui rend possible une croissance élevée au Luxembourg. Deuxièmement, résorber le chômage par la création d'emplois publics est inefficace. Troisièmement et plus globalement, il est évident qu'une politique du marché du travail sera inopérante si l'économie n'est pas capable de créer des emplois. En d'autres termes, c'est seulement dans le cadre d'une économie productive et compétitive que des politiques du marché du travail cohérentes et efficaces seront à même de stimuler pleinement l'emploi et les revenus tout en diminuant le chômage.

Références

- Addison, J. et P. Tiexeira (2003)**, The Economics of Employment Protection, *Journal of Labor Research*, vol. 24(1), p. 85-121.
- Algan, Y. et P. Cahuc (2005)**, Civic Attitudes and the Design of Labor Market Institutions : Which Countries can Implement the Danish Flexicurity Model?, mimeo, CREST-INSEE.
- Blanchard, O. (2006a)**, Emploi : la solution passe par le CUP (contrat unique progressif), Massachusetts Institute of Technology.
- Blanchard, O. (2006b)**, Is there a viable European social and economic model?, Working Paper 06-21, Massachusetts Institute of Technology.
- Brosius, J. (2005)**, Les écarts de taux de salaire entre salariés transfrontaliers et salariés résidant au Luxembourg, CEPS/INSTEAD, Document PSELL 146.
- Cahuc, P., et A. Zylberberg (2005)**, Le chômage, fatalité ou nécessité?, Flammarion.
- Commission européenne (2006)**, Moderniser le droit du travail pour relever les défis du XXIe siècle, Livre vert, COM(2006) 708, Bruxelles.
- Cockx, B. et J. Ries (2004)**, Quel avenir pour l'article 80?, Regards Economiques, n° 18, IRES, Université catholique de Louvain.
- Dormont, B., D. Fougère et A. Prieto (2001)**, L'effet de l'allocation unique dégressive sur la reprise de l'emploi, *Economie et statistique*, n° 343, p. 3-28.
- Lalive, R., J. van Ours et J. Zweimüller (2005)**, The Effect of Benefit Sanctions on the Duration of Unemployment, *Journal of the European Economic Association*, 3(6), p. 1386-1417.
- Ljungqvist, L. et T. Sargent (2004)**, European Unemployment and Turbulence Revisited in a Matching Model, *Journal of the European Economic Association*, vol. 2(2-3), p. 456-468.
- Malinvaud, E. (1998)**, Les cotisations sociales à la charge des employeurs : analyse économique, CAE, La Documentation Française, Paris.
- Ministère du Travail et de l'Emploi (2007)**, Contribution du Gouvernement du Grand-Duché de Luxembourg au Livre Vert 'Moderniser le droit du travail pour relever les défis du XXIe siècle', Luxembourg.
- OECD (2006)**, OECD Economic Surveys: Luxembourg, Volume 2006/9, OECD: Paris.
- Pierrard, O. (2007)**, Commuters, Residents and Job Competition in Luxembourg, Cahier d'études n° 26, Banque centrale du Luxembourg.
- Pissarides, C. (2000)**, Equilibrium Unemployment Theory, The MIT Press: Cambridge.
- Wasmer, E. (2007)**, The Economics of Prozac (Do Employees Really Gain from Strong Employment Protection?), CEPR Discussion Paper n° 5991.

1.2.7 Le commerce extérieur

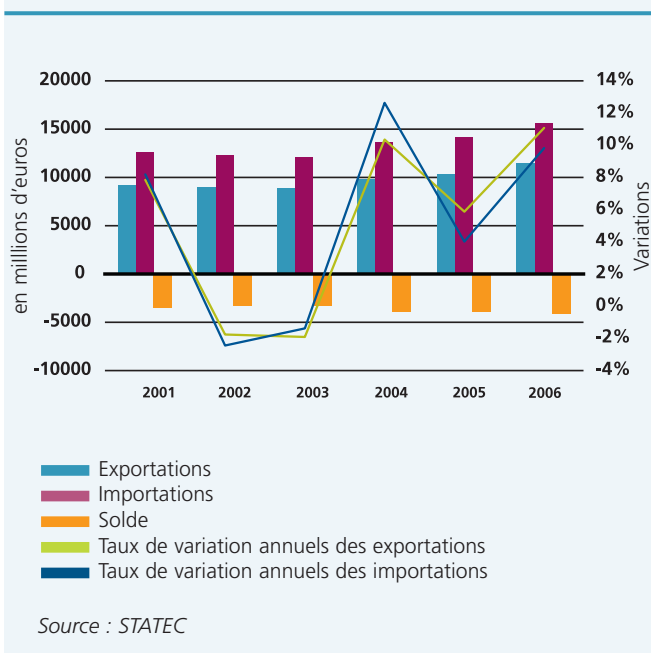
Soutenu par une conjoncture économique très favorable tant dans la zone euro qu'en dehors de la zone euro, le commerce extérieur du Luxembourg a enregistré une progression notable tout au long de l'année 2006. Les exportations de biens ont ainsi atteint 11,5 milliards d'euros en 2006, soit une hausse de 11,1% par rapport à l'année 2005. Les importations de biens ont également augmenté à un rythme soutenu (+9,6%) pour totaliser 15,6 milliards sur toute l'année 2006. Le déficit commercial a lui aussi augmenté de 5,6% en 2006 pour s'établir à 4,1 milliards d'euros. Les dernières données disponibles sur le premier trimestre de 2007 montrent un ralentissement des taux de croissance des exportations et des importations à 5,3% et à 4,9% respectivement. De même, la croissance du déficit commercial s'est ralentie à 3,8%, ce qui correspond à un déficit de 1 milliard d'euros au premier trimestre de 2007 contre 973 millions sur la même période de 2006.

La performance réalisée par les exportations tout au long de l'année 2006 s'explique surtout par la reprise des livraisons des produits sidérurgiques (+24,3%), qui pèsent habituellement près d'un tiers des exportations du Luxembourg. A cela s'ajoute la bonne tenue des expéditions des machines et équipements (+12,2%) et du matériel de transport (+18,1%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux montre que les ventes aux pays membres de la zone euro, qui ont représenté 73,5% des exportations de 2006, ont augmenté de 9,5%. Cette embellie s'explique par le dynamisme de la demande dans les trois pays limitrophes (Allemagne, France et Belgique) qui ont ensemble absorbé 54% de toutes les exportations luxembourgeoises de 2006. Les exportations vers les principaux marchés hors zone euro se sont également bien portées, suite à une conjoncture économique très favorable. Les augmentations les plus significatives ont concerné les exportations à destination des pays émergents d'Asie (+32%), celles à destination des pays d'Europe de l'Est (+21%) ainsi que celles à destination des Etats-Unis (+11,9%).

La croissance de 9,6% enregistrée par les importations de biens au cours de l'année 2006 est due en grande partie aux approvisionnements en produits pétroliers (+18,7%) et en consommations intermédiaires de l'industrie. Toutes les autres catégories de biens importés ont également augmenté, à l'exception des boissons et tabacs (-9%). Par ailleurs, les importations en provenance de tous les partenaires commerciaux ont augmenté, à l'exception de celles venant des Etats-Unis et du Japon qui ont baissé respectivement de 2,2% et de 13,5%.

Les fournitures de la zone euro (86,4% des importations de 2006) ont augmenté de 9,8%. En dehors de la zone euro, les hausses les plus significatives ont concerné les importations provenant des pays d'Europe de l'Est (+47,1%) et des pays émergents d'Asie (+53,3%).

GRAPHIQUE 46 : COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG



1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Compte courant

Par rapport à l'année 2005, l'excédent courant du Luxembourg s'est amélioré de 7,2% en atteignant 3,5 milliards d'euros en 2006. Cette évolution positive tient au surplus des services dont l'amélioration substantielle (+26,6% pour atteindre 16,5 milliards d'euros sur toute l'année 2006) a permis de compenser largement l'aggravation du déficit des revenus (8,3 milliards) et celui des transferts courants (1,3 milliard d'euros).

L'évolution favorable des services provient essentiellement des services financiers dont l'excédent s'est accru de 34,4% en se chiffrant à 13 milliards d'euros en 2006. La bonne performance dans la gestion des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue une importante base de perception des commissions financières, explique une grande partie de la croissance des recettes nettes des services financiers. Parmi les autres services, on notera l'amélioration continue (+10% en 2006) de l'excédent du transport qui est due au développement du fret aérien. Le surplus de la rubrique "voyages" est en recul de 23% en grande partie sous l'effet d'une chute des ventes de cigarettes, et ce malgré la hausse des recettes liées aux achats de carburant par les particuliers non-résidents.

Concernant les autres balances partielles du compte courant, le déficit des biens n'a progressé que légèrement (+2,2%) sur toute l'année 2006. Cette évolution s'explique par la forte contraction du solde négatif des transactions sur or non-monnaire (61 millions d'euros en 2006 contre 470 millions en 2005). A cela s'ajoute les recettes nettes (quoiqu'en légère baisse), liées aux ventes de carburant aux routiers non-résidents. En dehors de ces deux sous-composantes des biens, le traditionnel déficit des "marchandises générales" a poursuivi son aggravation (voir sous-section 1.2.7 ci-dessus).

Quant au déficit des revenus, il s'est élevé globalement à 8,3 milliards d'euros sur toute l'année 2006 contre 5,6 milliards en 2005. Cette hausse de près de moitié reflète non seulement l'augmentation (+12,5%) des rémunérations nettes des frontaliers mais aussi et surtout la détérioration du revenu des investissements dont le solde négatif a atteint 3,4 milliards d'euros, en grande partie sous l'effet d'importants bénéfices dégagés en 2006 par les entreprises luxembourgeoises. En effet, ces bénéfices sont attribués aux actionnaires qui sont en majorité des non-résidents.

Enfin, le déficit des transferts courants a quasiment doublé en atteignant 1,3 milliards d'euros en 2006 en grande partie sous l'effet de la réallocation des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème. Toutefois l'impact négatif de la réallocation des revenus monétaires sur la balance courante convient d'être nuancé. Le transfert des revenus monétaires a une contrepartie positive dans d'autres rubriques de la balance courante sous forme d'intérêts perçus par les établissements de crédit résidents qui prêtent aux non-résidents une partie des fonds que la BCL met à leur disposition dans le cadre des opérations de politique monétaire.

1.2.8.2 Compte financier

Dans le compte financier, le Luxembourg a enregistré une exportation nette de capitaux de 3,3 milliards d'euros sur toute l'année 2006 contre 4 milliards en 2005. Au niveau de différentes composantes du compte financier, les investissements directs, les investissements de portefeuille et les dérivés financiers se sont soldés par des entrées nettes respectives de 12,3 milliards, de 56,3 milliards et de 8,1 milliards d'euros. Ces entrées nettes ont été toutefois largement compensées par des sorties nettes de 80 milliards d'euros enregistrées sous forme d'autres investissements.

En 2006, les investissements directs étrangers au Luxembourg ont totalisé 77,3 milliards d'euros contre 65 milliards pour les investissements directs luxembourgeois à l'étranger³⁵. Les entrées nettes de 15,6 milliards d'euros sur opérations en capital correspondent essentiellement à l'acquisition d'Arcelor par le groupe Mittal. Ces entrées ont été partiellement compensées par des sorties nettes de 3,3 milliards sous forme des prêts consentis par les entreprises luxembourgeoises à leurs affiliés non-résidents.

Dans les investissements de portefeuille, sous l'effet de la croissance des résultats des entreprises, l'année 2006 a été caractérisée par des achats nets par les non-résidents, des titres de participation émis au Luxembourg. Ce phénomène a d'ailleurs été observé dans toute la zone euro. Toutefois à l'inverse de la zone euro, dans le cas du Luxembourg, les entrées sur actions ont reculé en 2006 en totalisant 94 milliards d'euros contre 122 milliards l'année précédente. Dans un contexte où l'investissement net des non-résidents dans les parts d'OPC³⁶ a poursuivi sa progression, cette réduction des entrées nettes sur titres de participation s'explique en grande partie par l'acquisition d'Arcelor par le groupe Mittal³⁷.

³⁵ Ces données sont provisoires car elles n'intègrent pas, à la date de rédaction du présent Rapport, un grand nombre de transactions d'investissements directs, provenant de sources administratives au Mémorial C.

³⁶ Les OPC dominent largement les engagements de portefeuille du Luxembourg.

³⁷ A noter que du point de vue méthodologique, avant l'offre du groupe Mittal, les actions Arcelor détenues par les anciens actionnaires étaient comptabilisées dans les investissements de portefeuille. A l'issue de l'opération, les actions Arcelor détenues par le Groupe Mittal ont été enregistrées dans les investissements directs.

Quant aux titres de créance, ils ont enregistré des sorties nettes de 38 milliards d'euros en 2006 contre 82 milliards en 2005. Cette forte baisse s'explique par la hausse des rendements obligataires dans la zone euro qui a rendu moins attractives les obligations émises hors zone euro.

La forte hausse des sorties nettes d'autres investissements (80 milliards d'euros en 2006 contre 34 milliards en 2005) est attribuée aux autres secteurs (OPC non monétaires et SOPARFI pour l'essentiel) à concurrence de 72 milliards et aux institutions financières monétaires qui ont accru leurs dépôts et prêts vis-à-vis du reste du monde.

TABEAU 20 : BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG¹

Unité : Million EUR	2005			2006		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	108 893	105 619	3 274	137 777	134 268	3 509
Marchandises	11 692	15 023	-3 331	13 210	16 616	-3 405
Services	32 877	19 797	13 080	40 943	24 386	16 557
Revenus	60 507	66 073	-5 566	79 395	87 701	-8 306
Transferts courants	3 818	4 726	-908	4 229	5 565	-1 336
COMPTE DE CAPITAL	1 151	165	986	46	229	-184
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER²			-4 046			-3 271
INVESTISSEMENTS DIRECTS³	-99 734	93 578	-6 156	-64 973	77 290	12 318
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-90 157	80 071	-10 086	-53 395	69 002	15 607
Autres opérations, Prêts intragroupes	-9 578	13 507	3 929	-11 578	8 288	-3 290
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-214 684	254 580	39 895	-144 539	200 805	56 266
Titres de participation	-100 190	222 082	121 892	-84 732	178 829	94 097
Titres de créance	-114 494	32 498	-81 997	-59 807	21 976	-37 831
PRODUITS FINANCIERS DERIVÉS			-3 728			8 081
AUTRES INVESTISSEMENTS	-174 151	140 056	-34 096	-305 697	225 737	-79 959
AVOIRS DE RÉSERVE			39			24
ERREURS ET OMISSIONS			-214			-54

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

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

³ 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

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.9 La croissance économique et projections macroéconomiques

1.2.9.1 Croissance économique

Comptes nationaux annuels : Première estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2006

La première estimation des comptes nationaux pour l'année 2006 telle que calculée sur base de la comptabilité trimestrielle publiée en avril 2007 dresse le tableau d'une accélération de la croissance annuelle de l'économie à 6,2% après 4,0% en 2005, soit la meilleure performance depuis 2000. Cette évolution doit être placée dans le contexte de la situation économique de la zone euro, qui s'est nettement redressée en 2006 à la suite d'une période prolongée de faible croissance qui avait débutée en 2001.

Nonobstant ce renforcement de la croissance de l'économie luxembourgeoise pour l'ensemble de l'année 2006, le profil intra-annuel de la croissance tel que mis en lumière par les comptes nationaux trimestriels révèle que le pic de l'expansion se situe au début de l'année 2006.

Plus en détails, l'analyse de la comptabilité nationale annuelle sous l'optique dépenses dévoile que la consolidation de la croissance en 2006 est quasi-totalement attribuable à la contribution des exportations nettes (6,1pp), la demande intérieure n'ayant que marginalement contribué (0,1pp). C'est un renforcement vigoureux de la progression des exportations et, en particulier, des exportations de services qui est à l'origine de la forte contribution des exportations nettes puisque la croissance annuelle des importations s'est aussi accélérée mais est demeurée inférieure à celle des exportations. La faible part contributive de la demande intérieure à la progression du PIB en 2006 s'explique quant à elle, principalement par le fait que la contribution négative de la formation brute de capital (-1,9pp) a quasiment entièrement compensé les contributions positives de la consommation privée (1,7pp) et publique (0,4pp). Soulignons qu'à l'aune de cette première estimation, la part contributive de la consommation privée à la croissance n'a que faiblement augmenté par rapport à 2005 (1,4pp).

Cependant, l'examen de la décomposition du PIB sous son optique dépenses pour le dernier trimestre de 2006 indique que c'est la demande intérieure qui a soutenu l'activité économique au cours du trimestre sous revue. En effet, les taux de croissance trimestrielle respectifs de la demande privée, publique ainsi que de l'investissement se sont tous redressés au cours du dernier trimestre de 2006. Parallèlement, le solde extérieur a desservi la progression du PIB au cours du quatrième trimestre de 2006 car la croissance annuelle des exportations a été inférieure à celle des importations.

L'examen de la décomposition du PIB sous son optique production indique que la progression du PIB a reposé sur une assise sectorielle plus large en 2006 qu'au cours de l'année précédente car le principal pilier de la croissance en 2005, à savoir le secteur des activités financières a été épaulé par un dynamisme accru dans l'industrie, le commerce ainsi que la construction.

Du côté des grandeurs concernant l'emploi et la rémunération des salariés, cette nouvelle version de la comptabilité nationale met en lumière une modération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié en 2006 (2,3% après 3,7% en 2005). C'est l'infléchissement de la croissance de la rémunération des salariés (6,3% contre 6,9% un an auparavant) combinée à une accélération de la progression de l'emploi salarié (de 3,2% à 4,0%) qui est à l'origine de cette modération. Ceci s'est traduit par une baisse des coûts salariaux unitaires en 2006 (de l'ordre de 0,2% alors que l'on avait encore une croissance de 2,6% l'année précédente) grâce aussi au repositionnement de la productivité sur un sentier de croissance consolidé (2,4% en 2006 après 1,0% en 2005). A ceci s'ajoute la confirmation que la marge de profit des entreprises a emprunté une trajectoire de croissance revigorée en 2006. (6,0% contre 2,1% en 2005).

Néanmoins, toutes les évolutions décrites ci-dessus doivent être relativisées et considérées avec prudence lors de leur interprétation en raison du caractère encore incomplet de la couverture statistique de l'année 2006 qui entraînera nécessairement des révisions lors des publications à venir des comptes nationaux. En outre, cette première estimation de la rémunération moyenne par salarié demeure particulièrement sujette à caution dans la mesure où d'une part, elle n'est pas en phase avec l'indicateur de l'IGSS qui décrit une stabilisation de croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié en 2006 à hauteur de 3,5% et, d'autre part, elle semble décalée par rapport aux évolutions observées de ses différentes composantes au cours de 2006.

De fait, en 2006 la contribution de l'indexation automatique des salaires à la croissance du coût salarial s'est élevée à 2,1pp et la croissance des salaires négociés au sein du secteur public et du secteur bancaire qui représentent près de la moitié de la masse salariale au Luxembourg ont été positives.

Plus encore, la bonne tenue de la conjoncture ne laisse pas présager une baisse de la composante "glissement des salaires". Par conséquent, les évolutions des indicateurs calculés à partir de la rémunération moyenne par salarié en 2006 doivent prendre en considération le halo d'incertitude qui demeure autour de cette estimation préliminaire.

**TABLEAU 21 : ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX AGRÉGATS MACROÉCONOMIQUES
(TAUX DE VARIATION ANNUELS - À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS)**

	Taux de variation annuels					Contributions à la croissance réelle du PIB				
	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006
Consommation privée	6,1	2,1	2,8	3,4	4,1	2,6	0,9	1,2	1,4	1,7
Consommation publique	4,2	4,4	3,2	4,8	2,3	0,7	0,7	0,5	0,8	0,4
Formation brute de capital	-4,7	6,3	0,8	7,8	-9,0	-1,1	1,4	0,2	1,6	-1,9
Demande intérieure	2,6	3,7	2,3	4,9	0,0	2,1	3,0	1,9	3,9	0,1
Importations	1,0	5,5	10,3	9,3	12,7	-1,3	-6,6	-11,7	-11,8	-17,5
Exportations	2,1	3,5	10,1	8,0	14,8	3,1	4,9	13,5	11,9	23,6
Exportations nettes	9,4	-8,9	8,0	-1,2	32,2	1,8	-1,7	1,9	0,0	6,1
Produit intérieur brut	3,8	1,3	3,6	4,0	6,2					
Déflateur du PIB	2,7	4,9	1,7	4,7	5,9					
Emploi salarié	3,0	1,9	2,4	3,2	4,0					
Emploi total	2,9	1,8	2,3	2,9	3,7					
Rémunération moyenne par salarié	3,6	1,9	4,2	3,7	2,3					
Productivité du travail	0,9	-0,5	1,3	1,0	2,4					
Coût unitaire du travail	2,7	2,4	2,8	2,6	-0,2					
Marge de profit	0,1	2,5	-1,1	2,1	6,0					

Source : STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

**TABLEAU 22 : ÉVOLUTIONS DES PRINCIPAUX AGRÉGATS MACROÉCONOMIQUES
(EN GLISSEMENT TRIMESTRIEL ET ANNUEL, À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS)**

	Taux de variation trimestriels (avril 2007)					Taux de variation annuels (avril 2007)				
	2005T4	2006T1	2006T2	2006T3	2006T4	2005T4	2006T1	2006T2	2006T3	2006T4
Consommation privée	2,0	1,9	-0,2	-0,5	1,2	3,4	6,6	4,4	3,3	2,4
Consommation publique	2,0	-1,2	1,1	0,2	0,8	5,6	4,1	2,4	2,1	0,8
Formation brute de capital	36,7	-18,9	-9,7	-5,5	24,3	41,4	-0,8	-16,3	-5,4	-13,9
Demande intérieure	10,8	-5,2	-2,5	-1,6	6,6	13,4	4,0	-2,0	0,8	-3,0
Importations	9,6	-0,9	2,5	1,5	3,5	19,6	17,3	15,8	13,0	6,7
Exportations	5,5	2,6	3,8	1,0	2,9	13,8	17,8	18,7	13,5	10,7
Exportations nettes	-24,4	39,8	13,1	-2,5	-1,2	-24,2	21,7	42,7	16,5	52,2
Produit intérieur brut	2,4	1,7	0,4	1,1	1,7	6,6	7,7	6,3	5,7	5,0

Source : STATEC

La mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne au Luxembourg

La mise en œuvre du programme de réformes structurelles sur les marchés des produits et du travail lancé par le Conseil européen de Lisbonne, puis redynamisée sous présidence luxembourgeoise en 2005 en la recentrant sur les priorités essentielles, a pour finalités d'augmenter la flexibilité des économies des Etats membres de l'Union européenne (UE), d'accentuer leur résistance aux chocs et de favoriser une croissance économique soutenue et non inflationniste à long terme et de créer de nouvelles opportunités en matière d'emploi. L'intérêt de l'Eurosystème et donc de la Banque centrale du Luxembourg à cette matière est lié au fait que les réformes structurelles facilitent la conduite de la politique monétaire et renforcent son efficacité. Effectivement, les réformes structurelles favorisent une plus forte flexibilité des prix et des salaires et une plus grande mobilité des facteurs de production, conditions indispensables au fonctionnement efficace de la politique monétaire. Ainsi, les réformes structurelles diminuent le risque que les chocs sur les prix aient des effets prolongés sur l'inflation.

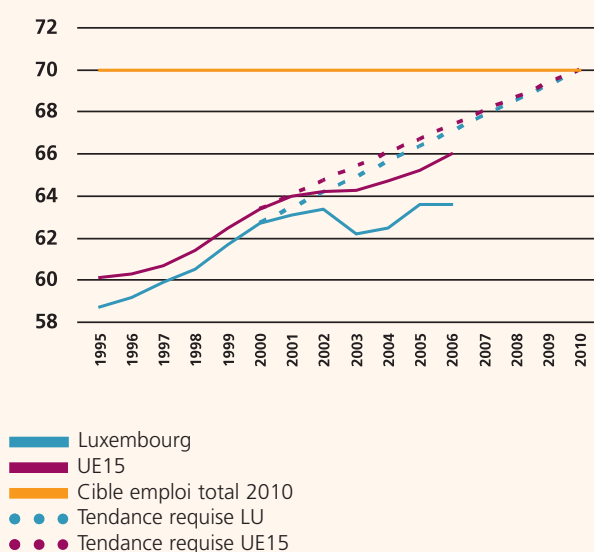
Le présent encadré dresse un bilan de la mise en œuvre de réformes structurelles au Luxembourg et le compare avec les progrès accomplis au niveau de l'UE. Au vu de l'étendue de la stratégie de Lisbonne, l'encadré ne se concentre que sur certains axes de réformes particulièrement importants. Il s'agit de domaines dans lesquels le Luxembourg devra faire plus. Les progrès et les performances ont essentiellement été mesurés à partir d'indicateurs structurels élaborés par Eurostat³⁸. L'évolution de ces indicateurs structurels est comparée aux objectifs que le Conseil européen a fixés pour l'ensemble de l'UE. Ces objectifs ne sont pas obligatoires pour les Etats membres individuels. A l'image de la pratique de bon nombre des autres Etats membres, aucune cible nationale n'a été fixée au Luxembourg, sauf en matière de recherche et le développement. L'analyse ne couvre pas les nouveaux Etats membres de l'UE, à l'exception de la Slovaquie, dans la mesure où ils n'ont pas participé à la stratégie de Lisbonne durant l'essentiel de la période écoulée depuis le lancement de celle-ci en 2000.

³⁸ <http://ec.europa.eu/eurostat/structuralindicators>

Emploi

Un objectif important de la stratégie de Lisbonne en matière de marché du travail est d'augmenter le taux d'emploi. De 2000 à 2006, le taux d'emploi total du Luxembourg a progressé de 0,90 point de pourcentage, pour s'inscrire à 63,6%. Dans l'UE15, le taux d'emploi total a augmenté davantage, pour atteindre 66,0% en 2006. A rappeler que le Conseil européen de Lisbonne a fixé comme objectif³⁹ à porter le taux d'emploi à un niveau aussi proche que possible de 70% en 2010.

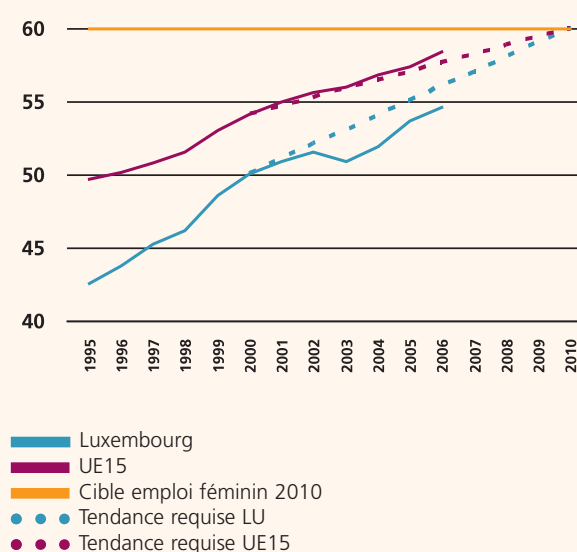
GRAPHIQUE 47 : TAUX D'EMPLOI TOTAL (PERSONNES ÂGÉES DE 15 À 64 ANS OCCUPANT UN EMPLOI EN POURCENTAGE DE LA POPULATION TOTALE APPARTENANT À LA MÊME TRANCHE D'ÂGE)



Note : Les courbes pointillées présentées dans les trois graphiques relatifs aux taux d'emploi sont des lignes droites reliant les points de départ en 2000 avec les cibles 2010.

Source : Eurostat

GRAPHIQUE 48 : TAUX D'EMPLOI FÉMININ (FEMMES ÂGÉES DE 15 À 64 ANS OCCUPANT UN EMPLOI EN POURCENTAGE DE LA POPULATION FÉMININE APPARTENANT À LA MÊME TRANCHE D'ÂGE)



Source : Eurostat

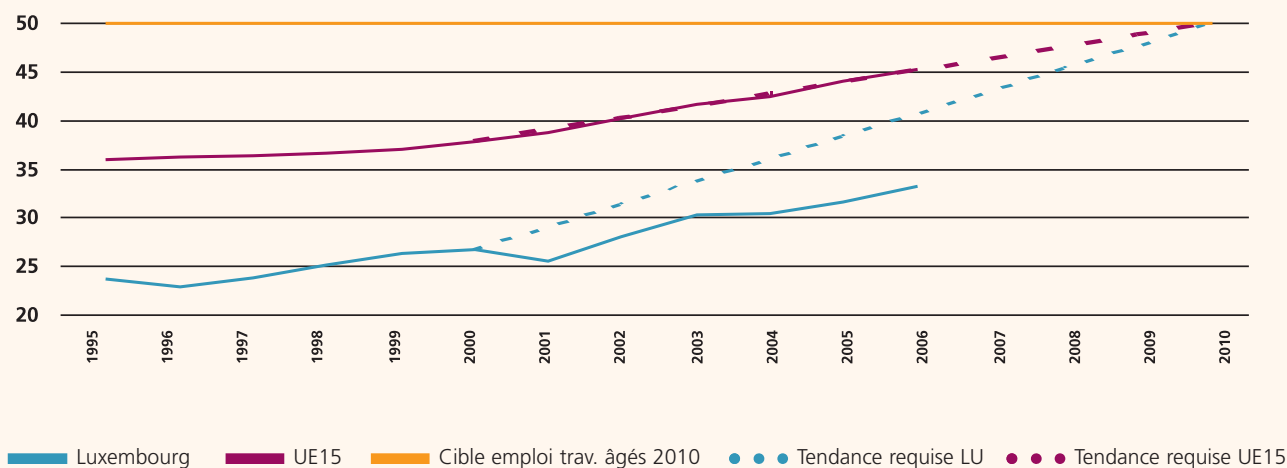
En ce qui concerne le taux d'emploi de la population féminine du Luxembourg, des progrès significatifs ont été réalisés bien que ce taux reste encore nettement inférieur à la cible de 60% fixée par le Conseil européen pour 2010. En effet, le taux d'emploi féminin luxembourgeois est passé de 50,1% en 2000 à 54,6% en 2006.

Le taux d'emploi pour les travailleurs de la tranche 55-64 ans s'est redressé de quelque 6,5 points de pourcentage entre 2000 et 2006, pour ressortir à 33,2% ; pourtant ce taux reste encore très loin d'atteindre la cible de 50% prévue pour 2010. La performance du Luxembourg est particulièrement décevante puisqu'il occupe l'avant-dernière place dans le classement des Etats membres de l'UE15. Il sera donc extrêmement difficile d'atteindre la cible pour la catégorie des travailleurs âgés à moins que des mesures concrètes et énergiques soient prises.

³⁹ A noter qu'il s'agit d'un objectif à atteindre au niveau de l'UE qui n'est pas obligatoire pour les Etats membres individuels. Aucune cible nationale n'a été fixée au Luxembourg en matière d'emploi tout comme dans la plupart des autres Etats membres.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 49 : TAUX D'EMPLOI DES TRAVAILLEURS ÂGÉS (PERSONNES ÂGÉES DE 55 À 64 ANS OCCUPANT UN EMPLOI EN POURCENTAGE DE LA POPULATION TOTALE APPARTENANT À LA MÊME TRANCHE D'ÂGE)



Source : Eurostat

L'analyse qui précède montre clairement que les taux d'emploi du Luxembourg ont connu une progression décevante en comparaison avec l'UE15. Les graphiques ci-dessus ont également illustré que malgré les récentes améliorations des taux d'emploi du Luxembourg, il reste encore bien de chemin à parcourir pour atteindre les objectifs de l'agenda de Lisbonne pour 2010 (taux d'emploi global de 70%, de 60% pour les femmes et de 50% pour les travailleurs âgés). A rappeler que ces cibles ont été fixées pour l'ensemble de l'UE, qu'elles ne sont nullement contraignantes pour les Etats membres et que le Luxembourg, à l'image de la plupart des Etats membres de l'UE, n'a pas défini d'objectifs nationaux pour un taux d'emploi accru. Cependant, les institutions internationales épousent la conclusion que le Luxembourg devrait promouvoir des réformes ambitieuses sur le marché du travail, surtout pour maintenir dans l'emploi les travailleurs âgés. En effet, la Commission européenne a noté dans son rapport annuel d'avancement de la mise en œuvre des programmes nationaux de réforme que : "Malgré certaines réformes encourageantes dans le domaine de l'emploi, aucune initiative nouvelle n'est mentionnée pour favoriser l'augmentation du taux d'emploi des travailleurs âgés [...]". La Commission a encouragé le Luxembourg de se concentrer sur "la mise en place d'une stratégie visant à accélérer le relèvement du taux d'emploi des travailleurs âgés ; l'élaboration d'une stratégie détaillée, visant en particulier à réformer davantage les systèmes de préretraites actuels [...]".

Le problème du faible taux d'emploi des travailleurs âgés et des préretraites a également été soulevé par l'OCDE qui insiste que "limiter l'accès à la retraite anticipée améliorerait la viabilité du système de retraite. De plus, cela permettrait d'accroître le taux d'emploi des travailleurs âgés, actuellement faible. La suppression progressive des programmes de préretraite subventionnés serait également utile à cet égard".

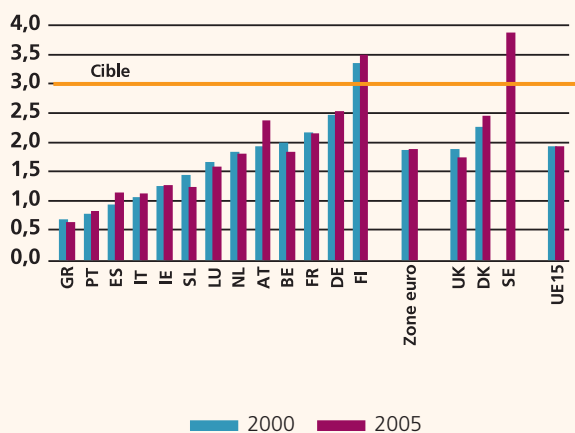
⁴⁰ Commission européenne, "Mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne renouvelée pour la croissance et l'emploi - Une année de résultats - Evaluation des programmes nationaux de réforme", Com(2006) 816 final, partie II/2, p. 109, 23 février 2007.

⁴¹ Cf. OCDE "Études économiques de l'OCDE - Luxembourg", p. 37-38, 2006.

Innovation et recherche

La recherche et le développement (R&D) est un domaine clé de la stratégie de Lisbonne pour permettre à l'UE de "devenir l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde". Ainsi, le Conseil européen a fixé comme objectif d'accroître les dépenses de R&D à 3% du PIB pour l'UE. A noter que le Gouvernement luxembourgeois a aussi retenu comme objectif national un ratio de 3% entre dépenses de R&D et PIB. De 2000 à 2006, les dépenses de R&D en pourcentage du PIB ont stagné dans l'UE tandis que le ratio s'est légèrement dégradé au Luxembourg. En 2005, il est ressorti respectivement à 1,91% dans l'UE15 et à 1,56% au Luxembourg, soit bien en-dessous de l'objectif de 3%. Pour des raisons de comparaison internationales, les données du graphique n'incorporent pas des années plus récentes que 2005. Or l'Etat luxembourgeois a fortement accru sa contribution à la recherche et au développement si on en croit les dépenses afférentes reprises au budget 2007. Selon ce dernier, les crédits alloués à la recherche et à l'innovation d'une part et à l'Université de Luxembourg d'autre part passeraient de 0,31% du PIB en 2005 à 0,47% en 2007. Pour rappel, les dépenses reprises au graphique sont pour l'essentiel alimentées par les entreprises privées.

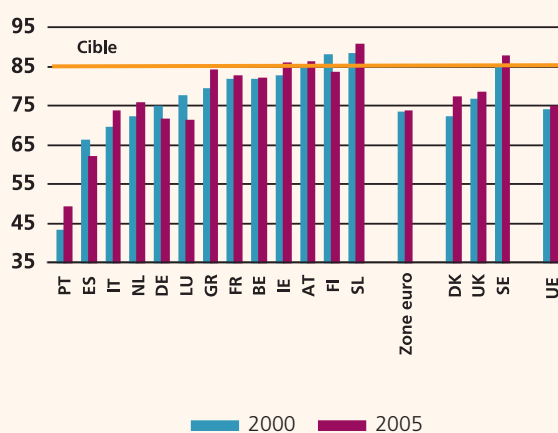
GRAPHIQUE 50 : DÉPENSES INTÉRIEURES BRUTES DE RECHERCHE ET DÉVELOPPEMENT (EN POURCENTAGE DU PIB)



Note : Le chiffre pour la Grèce se rapporte à 1999 au lieu de 2000. Les chiffres pour l'Italie, le Royaume-Uni et les Pays-Bas se rapportent à 2004 au lieu de 2005.

Source : Eurostat

GRAPHIQUE 51 : NIVEAU D'ÉDUCATION DES JEUNES (POURCENTAGE DE LA POPULATION ÂGÉE DE 20 À 24 ANS AYANT ATTEINT AU MOINS UN NIVEAU D'ÉDUCATION SECONDAIRE SUPÉRIEUR)



Source : Eurostat

A part les dépenses de R&D, un autre indicateur structurel important dans le domaine de l'innovation et de la recherche est le pourcentage de la population âgée de 20 à 24 ans ayant achevé au moins une formation d'enseignement secondaire. Au Luxembourg, cette proportion s'est inscrite à 71,2% en 2005, légèrement en deçà de la moyenne de l'UE15 (74,6%), mais nettement inférieure à l'objectif de 85%. A noter cependant que le niveau de formation s'est dégradé au Luxembourg depuis 2000, comme l'indique le recul de 6,4 points de pourcentage de la part des jeunes ayant achevé le secondaire (cf. graphique ci-dessus).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le Luxembourg devra donc déployer des efforts supplémentaires afin de combler le retard en matière de transition vers une économie de la connaissance. La Commission européenne a noté dans son rapport annuel d'avancement de la mise en œuvre des programmes nationaux de réforme que "des réformes plus importantes sont encore attendues pour améliorer le système éducatif" et que le Luxembourg devrait "entreprendre des efforts supplémentaires en matière de lutte contre les échecs scolaires, en particulier dans l'enseignement secondaire, et de décloisonnement des filières d'enseignement"⁴².

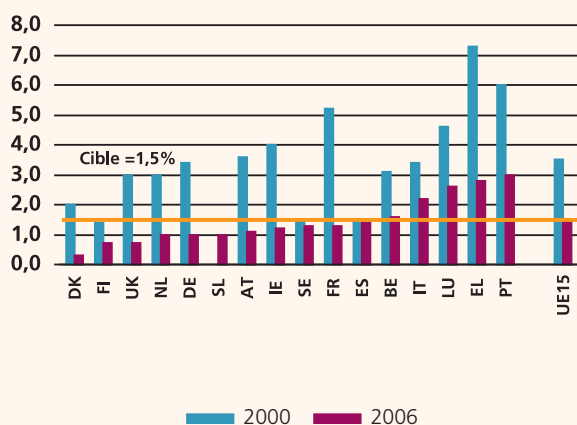
L'OCDE estime "qu'il est possible d'améliorer considérablement les résultats scolaires et le niveau d'instruction, qui sont inférieurs à la moyenne OCDE, surtout chez les enfants d'immigrants et ceux issus de milieux socio-économiques défavorisés. Beaucoup a été fait pour aider ces enfants à s'intégrer dans le système d'éducation trilingue du Luxembourg, mais on peut aller plus loin. D'autres réformes permettraient d'améliorer les performances scolaires ; il faudrait notamment réduire le processus de sélection à un âge précoce et éviter le recours généralisé au redoublement"⁴³.

Achèvement du marché intérieur

L'achèvement du marché intérieur constitue un important vecteur de réforme économique. Des progrès encourageants ont clairement été enregistrés au Luxembourg. En effet, le "déficit de transposition" (directives sur le marché intérieur non transposées dans la législation nationale) du Luxembourg a été ramené de 4,6% en 2000 à 2,6% (42 directives) fin 2006 ; pourtant ce dernier taux ne satisfait pas à l'objectif intermédiaire de 1,5%.

La Commission européenne a conclu, sur base de son "Tableau d'affichage du marché intérieur" établi au 11 novembre 2006, que les résultats luxembourgeois "demeurent médiocres" mais que le Luxembourg "a très bien progressé au cours des six derniers mois"⁴⁴.

GRAPHIQUE 52 : DÉFICIT DE TRANSPOSITION DES DIRECTIVES SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR (POURCENTAGES DE DIRECTIVES NON TRANSPOSÉES DANS LES LÉGISLATIONS NATIONALES)



Note : Les données sont relatives à mai 2000 et novembre 2006.

Sources : Commission européenne, calculs BCL

Conclusion

Le Luxembourg a réalisé d'importantes avancées afin de mettre en œuvre le programme ambitieux de réformes lancé au Conseil européen de Lisbonne en 2000. En effet, la Commission conclut dans son rapport annuel d'avancement de la mise en œuvre des programmes nationaux établis dans le cadre de la stratégie de Lisbonne que "le Luxembourg a réalisé de très bons progrès dans la mise en œuvre du programme national de réforme et des actions agréées lors du Conseil européen de printemps 2006, mais des améliorations restent possibles pour aborder les faiblesses identifiées"⁴⁵. Sur cette base, la Commission n'a proposé aucune recommandation formelle au Luxembourg. Le présent encadré a permis de montrer que le Luxembourg devra encore relever de grands défis, entre autres, en matière de taux d'emploi, de recherche, d'éducation et d'achèvement du marché intérieur.

⁴² Commission européenne, "Mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne renouvelée pour la croissance et l'emploi - Une année de résultats - Evaluation des programmes nationaux de réforme", Com(2006) 816 final, partie II/2, p. 114, 23 février 2007.

⁴³ Cf. OCDE "Études économiques de l'OCDE - Luxembourg", p.8, 2006.

⁴⁴ Commission européenne, IP/07/126, 1er février 2006.

⁴⁵ Commission européenne, "Mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne renouvelée pour la croissance et l'emploi - Une année de résultats - Evaluation des programmes nationaux de réforme", Com(2006) 816 final, partie II/2, p. 113, 23 février 2007.

1.2.9.2 Projections macroéconomiques générales

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de décembre 2006⁴⁶ et ont été élaborées dans un contexte économique déjà favorable. Grâce aux excellents résultats du secteur bancaire et à la faveur de l'embellie conjoncturelle dans la zone euro, l'économie luxembourgeoise connaissait un rythme de croissance soutenu depuis le début de l'année 2006. Pour l'année entière, une hausse du PIB réel comprise dans une fourchette allant de 5,0% à 5,6% était escomptée par la BCL, avec une certaine inflexion à la baisse en 2007. Le scénario était d'autant plus favorable que l'expansion économique reposait sur une demande domestique plus dynamique et s'était également répercutée sur les créations d'emplois.

Depuis cet exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique ont dressé un tableau encore plus positif qu'anticipé. En avril 2007, la croissance du PIB réel en 2006 a été estimée à 6,2%, soit 0,9pp de plus que la moyenne de la fourchette résultant des projections de décembre 2006. La sous-estimation inhérente à ces dernières tient essentiellement à la croissance très soutenue du secteur financier, qui s'est traduite par une évolution plus favorable qu'escompté des exportations nettes. Par ailleurs, les comptes nationaux trimestriels chiffrent la hausse du PIB réel au quatrième trimestre 2006 à 5,0% sur base annuelle. Ce taux est en retrait par rapport aux taux enregistrés au début de 2006, tout en demeurant nettement supérieur à la moyenne observée depuis 1995. L'acquis de croissance pour l'année 2007, estimé sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, est de l'ordre de 2,0%.

En ce qui concerne le profil conjoncturel, la croissance du PIB a vraisemblablement atteint son sommet au premier trimestre 2006, ce qui constitue un scénario inchangé par rapport aux estimations et projections précédentes. La progression du PIB nominal estimé pour ce trimestre aurait été de 17,0%. Proche des taux des années 1999-2000, cette hausse est quasiment la plus importante jamais recensée dans les comptes nationaux trimestriels. Depuis lors, la vigueur de la croissance a nettement ralenti, en phase avec le dynamisme atténué des marchés boursiers. Au premier trimestre 2007, selon le compte de pertes et profits agrégé du secteur bancaire, les revenus nets sur commissions ne seraient en hausse que de 7,1% en glissement annuel, soit un résultat qui s'inscrit nettement en retrait par rapport aux 28% observés au premier trimestre 2006. Par contre, l'optimisme semble de retour dans le secteur de l'industrie, l'indicateur de confiance afférent ayant récemment frôlé ses sommets historiques.

La période récente a été caractérisée par une relative stabilité des marchés monétaire, obligataire et des changes. L'Eurosystème a contribué à une normalisation des conditions monétaires en relevant ses taux directeurs confirmant ainsi les anticipations du marché monétaire intégrées dans les projections de l'Eurosystème. Par rapport aux années antérieures, le niveau actuel des taux d'intérêt demeure relativement bas et ne constitue pas, à l'heure actuelle, un frein à la croissance économique. Le taux de change euro/dollar s'est établi à 1,36\$/€ vers la mi-mai, poussant le taux de change effectif de l'euro à la hausse à concurrence de 3,7% par rapport à 2006.

En général, le scénario international, tel qu'il prévalait en décembre 2006 dans les projections macroéconomiques des institutions internationales, demeure inchangé. Ainsi, les profils et les dynamiques du commerce mondial et du PIB mondial n'ont été ajustés qu'à la marge. Après la forte croissance observée en 2006, les institutions internationales s'accordent en général sur un léger essoufflement de la conjoncture en 2007, tout en estimant qu'elle demeurera supérieure à la tendance de long terme. En effet, en dépit de l'affaiblissement de la conjoncture aux Etats-Unis à la suite du repli prononcé de l'investissement résidentiel, ces institutions estiment qu'un ralentissement général et plus conséquent pourra être évité. La faiblesse du marché immobilier américain serait un choc entièrement idiosyncratique, guère susceptible de se transmettre à d'autres économies par le truchement du commerce international et de provoquer de la sorte un ralentissement de l'économie mondiale. Le rééquilibrage de l'économie mondiale se manifesterait pleinement dans un tel contexte. Le ralentissement aux Etats-Unis serait largement compensé par le dynamisme exceptionnel des économies émergentes, en particulier l'Asie du Sud-est, ainsi que par le regain de croissance au sein de la zone euro et au Japon. Il est également admis que l'évolution du prix du pétrole ne fait pas obstacle à cette dynamique favorable. Le fait que le prix du Brent s'est rapproché des 70 \$/bl, soit un niveau de loin supérieur à la moyenne historique, témoignerait selon divers observateurs du dynamisme des économies émergentes et de leur impact croissant sur l'économie mondiale.

La zone euro profite quant à elle du dynamisme de l'économie mondiale, de sorte que l'embellie conjoncturelle, qui s'est amorcée au deuxième semestre 2005, s'est poursuivie et même raffermie depuis lors. Au cours des récents trimestres la croissance économique a été proche, voire même parfois supérieure, à la croissance potentielle. Malgré un risque évident, elle n'a guère été contrariée par le relèvement de la taxation indirecte en Allemagne.

⁴⁶ Voir BCL, Bulletin 2006/2, pp. 63-67.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Avec une valeur de 2,9%, la croissance du PIB réel a atteint en 2006 son niveau le plus élevé depuis 2000 et le ralentissement projeté pour 2007 et 2008 serait modéré. Selon l'exercice de projections de l'Eurosystème de juin 2007, la croissance anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette de croissance entre 2,3% et 2,9% en 2007, pour s'établir entre respectivement 1,8% et 2,8% en 2008.

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. Selon le scénario sous-jacent, la demande internationale, qui a manifesté un grand dynamisme en 2006, devrait passer de 8,7% en 2006 à environ 6,0% en moyenne au cours de l'horizon de projections, ce qui demeurerait légèrement supérieur à la moyenne historique. A l'instar du commerce mondial, ces hypothèses sont pratiquement inchangées par rapport à l'exercice de décembre 2006.

TABLEAU 23 : PROJECTIONS DES INSTITUTIONS INTERNATIONALES ET HYPOTHÈSES TECHNIQUES (TAUX DE VARIATION ANNUEL¹)

	2006	2007	2008	2009
Commerce mondial (CE)	9,2 (-0,3)	7,1 (+0,1)	7,6 (+0,3)	-
PIB mondial (CE)	5,2 (+0,1)	4,8 (+0,2)	4,8 (+0,1)	-
PIB zone euro (CE)	2,7 (+0,1)	2,6 (+0,5)	2,5 (+0,3)	-
PIB zone euro (Eurosystème)	2,9	2,3 - 2,9	1,8 - 2,8	-
Demande internationale adressée au Luxembourg	8,7 (-0,3)	5,8	6,0 (+0,2)	6,1
Prix du pétrole en \$/bl ²	65,4 (-0,1)	65,0 (+0,4)	69,9 (+2,7)	69,6
Taux de change \$/€ ³	1,26	1,34 (+0,06)	1,36 (+0,08)	1,36
Taux d'intérêt à 3 mois	3,1	4,2	4,5	4,4
Taux d'intérêt à 10 ans	3,8	4,2	4,3	4,3

¹ Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de décembre 2006, en points de pourcentage

² Révisions en \$/bl

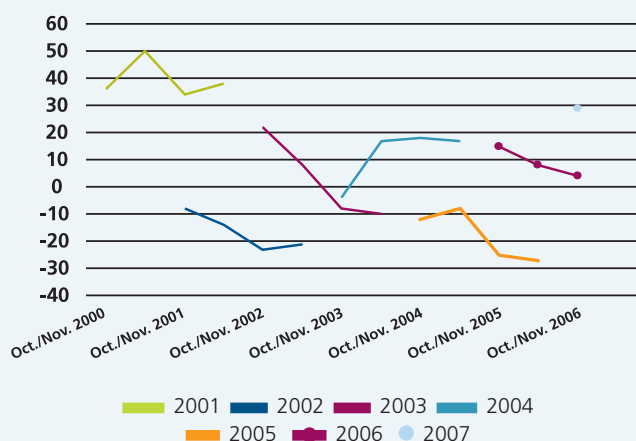
³ Révisions en \$/€

Sources : Banque centrale européenne, Commission européenne

Appréhendée sur base des estimations pour 2006, de l'évolution conjoncturelle récente et finalement du scénario macroéconomique mondial et pour la zone euro, la croissance économique au Luxembourg ralentirait en 2007 par rapport à 2006. Par contre, la sous-estimation de la croissance en 2006, qui donne lieu à un acquis de croissance pour 2007 plus élevé, plaide pour un scénario plus optimiste. Au total, les projections de croissance pour l'année 2007 s'établissent désormais dans une fourchette allant de 4,7% à 5,3%. Le léger ralentissement de l'activité dans la zone euro, prévu pour l'année prochaine, laisserait présager une poursuite de cette décélération en 2008. Malgré ce fléchissement, le Luxembourg connaîtrait pour la quatrième année consécutive une croissance économique appréciable, à nouveau supérieure à sa moyenne historique.

Le scénario sous-jacent de l'exercice de projection précédent prévoyait que le dynamisme de la demande externe allait continuer à se transmettre à la demande domestique. Les comptes nationaux actuellement disponibles indiquent que cette phase de transition s'est effectivement réalisée. En 2006, un renforcement de la consommation privée s'est accompagné d'une reprise de l'investissement privé non-résidentiel. En revanche, la croissance enregistrée en 2006 était inégale, dans la mesure où elle était largement dépendante des exportations ainsi que du secteur financier. Pour 2007 et au-delà, un rééquilibrage de la composition de la croissance du PIB est escompté.

GRAPHIQUE 53 : ENQUÊTES SEMESTRIELLES D'INVESTISSEMENT DANS L'INDUSTRIE (DÉPENSES À PRIX COURANTS, EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)¹



¹ 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

Alors que le dynamisme des exportations s'affaiblirait dans le sillage de la modération de la demande internationale, ce ralentissement serait partiellement contrebalancé par l'accélération de la demande domestique. La vigueur de la croissance tiendrait alors en partie à la robustesse du marché de l'emploi, ou, plus précisément, à l'effet conjoint de la croissance des emplois et de la progression des salaires réels, ces développements fournissant un support à la consommation privée. Le dynamisme de la croissance résulterait également de la poursuite des programmes d'investissement des entreprises privés. Dans le cadre des enquêtes semestrielles d'investissement d'octobre/novembre 2006 dans l'industrie, les entreprises ont notamment mis en exergue l'extension envisagée des capacités de production. Les dépenses d'investissement de l'industrie progresseraient de 27% en 2007, ce qui correspondrait à la hausse la plus importante recensée depuis 2001 (voir graphique). Finalement, les dépenses publiques, tant en matière de consommation que d'investissement, s'accéléraient en 2007 par rapport à 2006.

A l'instar de l'optique "Dépenses" du PIB, le rééquilibrage de la croissance se manifesterait aussi par une modification des dynamiques de croissance dans les différentes branches. En 2007, la croissance soutenue dans la zone euro ainsi que la robustesse de la demande domestique au Luxembourg devraient continuer à se diffuser à la plupart des branches de l'économie, ce qui permettrait d'atténuer partiellement le ralentissement anticipé du secteur financier.

TABEAU 24 : PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES GÉNÉRALES ET RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2006 (EN % DE VARIATION ANNUEL, RESP. EN POINT DE POURCENTAGE)

	Juin 2007				Révisions		
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008
PIB réel	6,2	4,7 - 5,3	4,1 - 5,1	4,0 - 5,0	0,9	0,8	0,3
IPCH	3,0	2,4	2,5	2,2	-	0,2	0,2
IPCH énergie	7,9	-0,3	1,5	-0,1	-0,1	-1,0	-0,2
IPCH excluant l'énergie	2,3	2,8	2,6	2,5	-	0,4	0,2
IPCN	2,7	2,1	2,1	2,0	-	0,2	0,1
IPCN excluant l'énergie	2,1	2,3	2,1	2,1	-	0,4	0,1
Echelle mobile des salaires	2,1	2,3	2,1	2,5	-	-	-
Coût salarial moyen	2,3	3,9	3,7	4,2	-1,6	0,3	-
Emploi salarié	4,0	3,7	3,4	3,3	0,2	0,5	-
Taux de chômage	4,5	4,6	4,7	4,6	-	-0,1	-0,1

Source : BCL

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, les projections demeurent largement inchangées par rapport à l'exercice précédent. En effet, afin de freiner la détérioration de la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise, le gouvernement avait décidé de remplacer temporairement le mécanisme d'indexation automatique des salaires par un mécanisme de "cliquets".

De ce fait, la contribution de l'indexation automatique des salaires à l'évolution des salaires nominaux a été pratiquement fixée jusqu'en 2009. De plus, le gel prévu du point indiciaire dans la fonction publique pour les années 2007 et 2008 limitant la hausse aux automatismes semble se confirmer. Le salaire minimum a été rehaussé de 1,9% à partir du 1^{er} janvier 2007.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Bien que peu d'informations soient diffusées à ce stade, les négociations salariales sectorielles semblent se caractériser par un comportement relativement prudent des partenaires sociaux. Cette modération s'explique sans doute par le chômage qui demeure élevé, mais également par une reprise encore quelque peu timide dans plusieurs secteurs. Le secteur bancaire a en revanche connu un essor rapide et persistant de ses affaires depuis 2004, ce qui s'est d'ailleurs répercuté sous la forme de fortes créations d'emplois. L'émergence de tensions lors des négociations entre partenaires sociaux a, à ce stade, empêché la conclusion d'un accord salarial pour l'année 2007. Sous l'impact d'une contribution moindre de l'échelle mobile des salaires, le coût salarial moyen serait légèrement à la baisse en 2008. L'accélération du coût salarial moyen en 2009, escompté dans le sillage d'une conjoncture toujours robuste et de la robustesse du marché de l'emploi, intègre aussi un relèvement du salaire minimum tout comme l'hypothèse d'un ajustement à la hausse du niveau des salaires réels dans la fonction publique.

Les projections sur le front de l'emploi et du chômage sont plus favorables que celles présentées en décembre 2006, en ligne avec une croissance du PIB plus robuste que celle précédemment projetée. La progression de l'emploi continuerait cependant à ralentir tout au long de l'horizon de projection en écho au ralentissement de la progression du PIB, mais elle demeurerait néanmoins à un niveau de croissance suffisamment robuste pour entraîner dans son sillage une légère baisse du taux de chômage, qui passerait à 4,6% en 2009. De fait, il existe un important noyau de chômeurs peu qualifiés et de longue durée au Luxembourg qui risquent de ne pas retrouver un emploi en dépit de la reprise de la conjoncture. Ceci vaut d'autant plus qu'ils sont en concurrence avec une offre importante de travail de la Grande Région et que le principal pourvoyeur d'emplois au Luxembourg, à savoir le secteur financier, continuerait de recruter essentiellement des profils qualifiés, voire hautement spécialisés.

Pour ce qui est des prix à la consommation, l'inflation globale fléchirait en 2007 par rapport à 2006. Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH ralentiraient de 0,6pp en 2007, pour atteindre respectivement 2,1% et 2,4% (voir aussi les projections d'inflation sous 1.2.1.1). Ces développements favorables en dépit d'une accélération de la demande domestique résultent cependant exclusivement d'une contribution nulle des prix de l'énergie, elle-même attribuable à une stabilisation, en termes de moyennes annuelles, du prix du pétrole. Par contre, l'inflation à l'exclusion de l'énergie est en hausse depuis la fin de l'année 2004 et demeure supérieure à celle des pays voisins. De plus, en début d'année 2007, sa dynamique a été influencée par de sensibles hausses des prix administrés. Ainsi, l'IPCN à l'exclusion de l'énergie tout comme son correspondant IPCH connaîtraient une accélération en 2007 par rapport à 2006.

Le léger recul de l'inflation à l'exclusion de l'énergie en 2008, conjugué à une stabilisation en 2009, confirme un scénario pratiquement inchangé depuis décembre 2006 et repose sur plusieurs facteurs. Ainsi, l'inflation des prix administrés devrait revenir à des taux plus en phase avec l'inflation globale. De plus, le scénario salarial demeure inchangé, car une baisse franche du chômage se fait attendre, tandis que les mesures retenues lors des négociations de la Tripartite devraient empêcher une forte hausse des salaires. Finalement, même si l'écart entre la production effective et son niveau potentiel devrait s'amenuiser, une surchauffe des capacités de production ne figure cependant pas dans le scénario base, ni dans la zone euro, ni au Luxembourg (voir aussi encadré sur la production potentielle). Dès lors, l'inflation des biens à la consommation importés des pays voisins devrait rester contenue.

Les projections macroéconomiques décrites ci-dessus esquissent donc des évolutions favorables tant en matière de croissance, qui demeurerait supérieure à la tendance, qu'en termes d'inflation, qui baisserait à partir de 2007. En revanche, le chômage resterait à un niveau élevé. L'absence d'un reflux du chômage en dépit d'une accélération de l'activité économique soutenue sur plusieurs années montre que le chômage revêt largement une dimension structurelle et justifie l'adoption de mesures volontaristes en matière de politique de l'emploi et de résorption du chômage. Ceci vaut d'autant plus que la croissance économique devrait connaître une décélération et que l'économie luxembourgeoise ne reste pas à l'abri d'un ralentissement plus conséquent qu'escompté, ce qui ne manquerait pas d'aggraver le problème de persistance du chômage.

Chômage structurel et croissance potentielle

Quel est le niveau du chômage structurel au Luxembourg? Quel est le niveau de croissance potentielle de l'économie luxembourgeoise? Ces deux questions sont liées par la loi d'Okun, un des piliers classiques de l'analyse macroéconomique. En 1962 Arthur Okun a estimé le niveau potentiel de la production en supposant qu'elle est limitée par la disponibilité du facteur travail. Il a proposé la relation suivante :

$$(U - U^*) = -\alpha(y - y^*)$$

A la gauche, U dénote le taux de chômage observé et U^* le taux de chômage structurel. A la droite, y dénote le logarithme de la production (PIB) observée et y^* celui de son niveau potentiel (leur différence mesure l'écart de production en pourcentage du PIB potentiel). L'idée centrale de la "loi" d'Okun est donc que le chômage et la production ont des fluctuations temporaires autour de leurs niveaux "structurels" et que ces fluctuations dans les deux variables sont liées. Pour déduire la valeur de la production potentielle y^* aux Etats-Unis, Okun a supposé pour U^* une valeur de 4% et pour le coefficient α une valeur de 1/3.

Cependant, ce raccourci pour estimer la production potentielle a plusieurs limitations. D'une part, il ne tient pas compte du délai avec lequel le marché de l'emploi réagit à l'évolution de la production. D'autre part, il suppose que le chômage fluctue autour d'un niveau d'équilibre fixe. Aujourd'hui le chômage structurel est plus souvent considéré comme une variable qui évolue à travers le temps, notamment sous l'impulsion des réformes structurelles. Par conséquent, il est plus judicieux de remplacer dans l'équation précédente les constantes U^* et y^* par des variables (qui sont souvent assimilées aux tendances dans les séries observées). Dans ce cas, les deux expressions en parenthèses à droite et à gauche de l'égalité sont interprétables comme des déviations par rapport à la tendance, c'est à dire les composantes cycliques du chômage et de la production. Enfin, une version plus moderne de la loi d'Okun relie les cycles dans le chômage aux cycles dans la production et intègre des retards de l'écart de production afin de capturer les délais d'ajustement :

$$(U_t - U_t^*) = -\alpha_0(y_t - y_t^*) - \alpha_1(y_{t-1} - y_{t-1}^*)$$

Toutefois, cette expression n'est pas suffisante pour déduire la croissance potentielle en l'absence d'une estimation du taux de chômage structurel. Celle-ci est généralement fournie par la courbe de Phillips, autre pilier classique de l'analyse macroéconomique (avec la loi d'Okun). La courbe de Phillips postule une relation inverse à court terme entre l'inflation (des prix ou des salaires) et le niveau du chômage. Par conséquent, elle implique l'existence d'un niveau du chômage qui stabilise l'inflation. Ce concept de chômage structurel est appelé NAWRU (Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment) quand l'inflation est mesurée par les salaires, ou NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) quand l'inflation est mesurée par les prix. La Commission européenne utilise le NAWRU comme mesure du chômage structurel pour ses calculs de la production potentielle (qu'elle utilise ensuite pour apurer les déficits publics de leur composante cyclique). Dans le Quarterly Report on the Euro Area publié en décembre 2006, la Commission fournit une discussion du NAWRU et des estimations pour chaque pays membre. Selon les prévisions de la Commission, entre 2006 et 2008 le chômage structurel devrait baisser en Allemagne et en France, stagner en Belgique, mais augmenter au Luxembourg, où il passerait de 4% en 2005 à 4,5% en 2008⁴⁷.

Depuis 2001, la BCL estime régulièrement le NAIRU pour le Luxembourg afin de calculer la production potentielle par la méthode de Apel et Jansson⁴⁸. Cette approche diffère de celle de la Commission en plusieurs détails. Premièrement, la courbe de Phillips et la loi d'Okun sont estimées simultanément, permettant d'analyser ensemble les fluctuations de l'inflation, de la production et du chômage afin de mieux séparer la tendance et le cycle dans la production et le chômage. Par contre, la méthode de la Commission estime la courbe de Phillips en isolation (supposant la productivité exogène) et utilise ensuite le NAWRU pour estimer l'écart de production. Deuxièmement, la Commission se base sur le taux de chômage harmonisé au niveau européen. Au Luxembourg ce taux ne recense pas le chômage des frontaliers (qui représentent désormais 40% des emplois salariés). Pour intégrer le phénomène du travail frontalier, les estimations BCL utilisent une mesure du chômage régional qui pondère le chômage dans les régions voisines selon la présence de leurs résidents dans l'emploi au Luxembourg. Cependant, afin de permettre une comparaison avec les résultats de la Commission, les estimations présentées dans cet encadré se basent également sur le chômage harmonisé⁴⁹. Troisièmement, les estimations de la BCL intègrent des variables additionnelles dans la courbe de Phillips à l'aide d'une spécification plus générale :

$$\Delta^2 w_t = \rho(L)\Delta^2 w_{t-1} + \eta(L)(U_{t-1} - U_{t-1}^*) + \omega(L)z_t$$

où $\rho(L)$, $\eta(L)$, et $\omega(L)$ dénotent des polynômes de l'opérateur de retard L . Cette spécification, inspirée par le modèle "triangulaire" de l'inflation⁵⁰, postule que l'inflation de salaires (w_t) est issue de trois facteurs : l'inertie (inflation passée), les contraintes de capacité (écart entre le chômage et son niveau structurel) et des chocs d'offre résultant entre autres de l'évolution du prix du pétrole, des prix des importations, ainsi que du taux de change effectif (résumés par le vecteur z_t). Une limitation de l'approche de la Commission est qu'elle néglige cette dernière source d'inflation, qui peut être importante dans le cas d'une petite économie si ouverte que le Luxembourg. En effet, l'impact de facteurs externes risque d'être attribué erronément

⁴⁷ Voir aussi Denis, C., D. Grenouilleau, K. McMorrow, et W. Roeger (2006) "Calculating potential growth rates and output gaps - a revised production function approach" European Economy Economic Paper No. 247.

⁴⁸ Pour plus de détails voir le cahier d'études No. 4 de la BCL.

⁴⁹ Les conclusions restent qualitativement inchangées quand le chômage harmonisé est remplacé par le chômage régional.

⁵⁰ Gordon, R.J. (1997) "The time-varying NAIRU and its implications for economic policy" Journal of Economic Perspectives, 11(1):11-32

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

au NAWRU. Néanmoins, nos conclusions essentielles sont en accord avec celles de la Commission, confirmant la forte montée du chômage structurel depuis 1999. Cette conclusion reste inchangée quand l'inflation est mesurée par les salaires (NAWRU) et quand elle est mesurée par les l'indice des prix à la consommation national (NAIRU). A la différence de la Commission, l'approche Apel-Jansson estime aussi le paramètre α de la loi d'Okun. Les résultats pour le Luxembourg indiquent qu'une augmentation de 1% de l'écart de production (sur deux ans) génère une diminution du chômage harmonisé autour de 0,1 points de pourcentage (une conclusion similaire est de mise lorsque l'on considère le taux de chômage national). Pour comparaison, Okun avait supposé qu'aux Etats-Unis l'impact serait de 0,3 points de pourcentage. Il semble logique que ce lien soit plus faible au Luxembourg, en particulier parce que cette analyse se base sur le taux de chômage harmonisé, ce qui néglige l'important apport du travail frontalier au marché de l'emploi luxembourgeois. Enfin, il faut noter qu'une telle diminution du chômage serait un phénomène transitoire destiné à disparaître, tout comme l'écart de production, qui doit retourner à zéro à moyen terme quand la production observée rejoint son niveau potentiel. Dit autrement, le chômage ne peut pas diminuer durablement en dessous de son niveau structurel et donc la loi d'Okun relie seulement les composantes cycliques du chômage et de la production.

Le tableau ci-dessous compare le taux de chômage harmonisé (dans la première colonne) avec sa tendance extraite par le filtre Hodrick-Prescott (une méthode statistique simple pour séparer tendance et cycle). Le NAWRU calculé par la Commission apparaît à la troisième colonne, et les estimations BCL du NAWRU et du NAIRU aux deux colonnes restantes. Selon les quatre mesures considérées, le chômage structurel au Luxembourg a augmenté régulièrement depuis 1999. Pour ce qui est des fluctuations cycliques, en 1999 le chômage observé était inférieur à toutes les mesures du chômage structurel (signe de pressions inflationnistes). Entre 2000 et 2001 cet écart a encore augmenté avec la baisse du chômage observé combiné à la hausse du chômage structurel. Le chômage observé est remonté seulement en 2002, se rapprochant du nouveau niveau du chômage structurel. Ceci suggère que cette augmentation du chômage observé était de nature plus structurelle que cyclique (et donc plus durable). En 2003 l'écart a changé de signe, le chômage observé dépassant le chômage structurel pour générer un écart positif.

TABLEAU 25 : CHÔMAGE HARMONISÉ, NAWRU ET NAIRU

	Taux de chômage harmonisé	Tendance Hodrick-Prescott	NAWRU Commission européenne	NAWRU BCL	NAIRU BCL
1999	2,4	2,8	2,7	2,6	2,5
2000	2,3	3,0	2,9	2,6	2,6
2001	2,1	3,1	3,0	2,9	2,6
2002	2,8	3,3	3,3	3,1	2,9
2003	3,7	3,6	3,5	3,3	3,4
2004	5,1	3,8	3,9	4,0	3,9
2005	4,5	4,1	4,0	4,0	3,9
2006	4,7	4,3	4,2	4,1	4,1
2007	4,6 ¹	4,5	4,4	4,5	4,4
2008	4,4 ¹	4,7	4,5	4,7	4,6

¹ Le taux de chômage harmonisé en 2007-2008 sont des prévisions de la Commission
Sources : Commission Européenne, Calculs BCL.

Finalement, les prévisions de la Commission anticipent une stabilisation de l'écart positif en 2006, une réduction en 2007 et un écart légèrement négatif en 2008. Les calculs de la BCL ne sont pas sensiblement différents pour 2006 et 2007, mais anticipent un écart négatif plus important en 2008, signalant des possibles pressions inflationnistes. Il faut préciser que les projections BCL du chômage harmonisé en 2007 et 2008 sont légèrement plus pessimistes (4,7% les deux années). Cependant, l'utilisation des prévisions BCL n'affecte pas la conclusion : le chômage observé devrait bientôt être inférieur à son niveau structurel en raison de la montée de ce dernier.

La Commission utilise ses estimations du NAWRU pour calculer ensuite le niveau de production potentielle des pays membres à l'aide de l'approche par la fonction de production. Cette méthode est aussi implémentée par la BCL, mais en faisant une distinction entre l'emploi frontalier (dont le niveau tendanciel est extrait par le filtre HP) et l'emploi résident (dont le niveau structurel est déterminé par les tendances HP du taux de participation et du taux de chômage). Le tableau 26 fournit une mise à jour des différentes méthodes appliquées par la BCL pour l'estimation de l'écart de production et de la croissance potentielle au Luxembourg.

TABLEAU 26 : ECART DE PRODUCTION ET CROISSANCE POTENTIELLE

	PIB réel (mía EUR)	Tendance linéaire	Hodrick- Prescott	Harvey- Jaeger	Kuttner	Apel- Jansson	Fonction Production
Estimations de l'écart de production							
2002	23,42	2,4%	2,0%	1,7%	1,8%	1,7%	1,2%
2003	23,74	-1,1%	-1,0%	-0,8%	1,1%	-0,1%	-1,7%
2004	24,60	-2,4%	-1,7%	-2,0%	0,2%	-3,5%	-2,1%
2005	25,57	-3,3%	-2,1%	-2,2%	-0,7%	-4,6%	-2,3%
2006	27,16	-2,1%	-0,4%	-1,2%	-1,3%	-4,0%	-0,5%
2007	28,52	-2,1%	0,1%	-0,6%	-1,5%	-2,2%	0,3%
2008	29,84	-2,4%	0,3%	-0,4%	-1,2%	0,0%	0,8%
2009	31,17	-2,9%	0,3%	-0,2%	-0,6%	1,3%	1,1%
Révisions de l'écart de production par rapport aux estimations en 2006							
Révisions							
2002	0,2%	0,4%	0,3%	-1,2%	-0,4%	-1,0%	0,4%
2003	-0,5%	-0,3%	-0,4%	-0,9%	-0,5%	-0,3%	-0,4%
2004	-1,1%	-0,9%	-1,1%	-1,5%	-0,5%	-2,3%	-1,1%
2005	-1,1%	-0,9%	-1,3%	-1,0%	-0,4%	-2,3%	-1,5%
2006	0,5%	0,7%	0,0%	0,4%	-0,2%	-1,5%	-0,2%
Estimations de la croissance potentielle							
Croissance du PIB réel							
2002	3,8%	5,0%	4,5%	5,3%	4,1%	4,4%	4,6%
2003	1,3%	5,0%	4,4%	3,9%	2,1%	3,2%	4,3%
2004	3,6%	5,0%	4,4%	4,9%	4,6%	7,2%	4,1%
2005	4,0%	5,0%	4,4%	4,2%	4,9%	5,0%	4,1%
2006	6,2%	5,0%	4,4%	5,1%	6,8%	5,6%	4,3%
2007	5,0%	5,0%	4,4%	4,4%	5,2%	3,2%	4,2%
2008	4,6%	5,0%	4,4%	4,4%	4,3%	2,4%	4,1%
2009	4,5%	5,0%	4,4%	4,3%	3,9%	3,2%	4,1%
Moyenne croissance potentielle							
Moyenne croissance réelle							
depuis 1981	4,7%	5,0%	4,7%	4,9%	4,9%	4,9%	4,7%
depuis 2001	3,6%	5,0%	4,5%	4,5%	4,1%	4,6%	4,4%

Sources : calculs BCL, données STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Notons que la dernière publication de ces estimations, dans le bulletin BCL 2006/1, faisait référence aux données telles que disponibles en juin 2006. A cette époque, les différentes méthodes indiquaient toutes que l'écart de production était devenu négatif en 2005 et le restait (sauf pour une méthode) jusqu'en 2008. Suite aux révisions des données de comptabilité nationale (notamment la croissance en 2005 et 2006 plus forte qu'initialement prévue), deux constatations s'imposent. Premièrement, le creux du cycle a reculé dans le passé (maintenant cinq des six méthodes trouvent un écart de production négatif déjà en 2003 et situent le creux en 2005). Deuxièmement, un écart de production marginalement positif se présente déjà en 2007 pour deux méthodes. Ce résultat est confirmé pour 2008 et en 2009 trois méthodes trouvent un écart positif.

Cependant, il est difficile de tirer des conclusions concernant la situation en 2009, avec des indications contradictoires selon les différentes méthodes. La tendance linéaire prévoit un écart négatif croissant, parce qu'elle estime que la croissance potentielle progresse à un taux fixe qui est supérieur à la croissance anticipée en 2008 et 2009. Le filtre de Hodrick et Prescott anticipe un écart de production qui est positif à partir de 2007 et qui grandit graduellement. Le modèle de Harvey et Jaeger, qui pourtant ressemble souvent au filtre Hodrick-Prescott, trouve un écart négatif qui est résorbé très lentement et qui ne disparaît pas en 2009. La méthode de Kuttner, qui prend en compte aussi l'évolution de l'inflation, trouve aussi un écart négatif persistant et qui augmente en valeur absolue (croissance anticipée inférieure à la croissance potentielle) jusqu'en 2007. Le modèle de Apel et Jansson, qui prend en compte les évolutions de l'inflation et du chômage, anticipe une rapide résorption de l'écart négatif et un écart positif en 2009. Finalement, la méthode par la fonction de production est en accord avec les résultats du filtre Hodrick-Prescott, anticipant un écart de production positif en 2007 et en augmentation. La concordance entre ces deux résultats pourrait être liée au fait que l'approche par la fonction de production fait recours au filtre Hodrick-Prescott pour extraire la tendance du taux de participation au marché du travail, du taux de chômage et de l'apport de main d'œuvre frontalière.

En conclusion, les différentes méthodes donnent un signe clair que l'écart de production négatif est en train d'être résorbé, c'est à dire que la croissance observée en 2006 était bien supérieure à la croissance potentielle et que cette situation pourrait se prolonger. Cependant, il n'est pas clair si le PIB a déjà atteint son niveau potentiel en 2007 (c'est à dire que l'écart de production est nul), ni s'il l'aura rejoint en 2009.

Cette incertitude signalée par les divergences entre les différentes méthodes est aggravée par l'incertitude sur les données. En effet, les estimations de l'écart de production ont subi d'importantes révisions par rapport à celles publiées en 2006. La méthode de Apel-Jansson a subi des révisions autour de deux points de pourcentage du PIB. Mais les méthodes de Hodrick-Prescott, de Harvey-Jaeger et celle par la fonction de production ont également subi des révisions supérieures à un point de pourcentage. Ces révisions sont attribuables non seulement aux révisions dans les données sous-jacentes, mais aussi aux nouvelles projections et à l'augmentation de l'horizon pour inclure l'année 2009.

Les estimations du taux de croissance potentiel ont aussi été sujettes à des révisions. Sa valeur moyenne depuis 1981 n'a pas changé et donc la croissance potentielle selon la tendance linéaire n'est pas révisée. Mais selon le filtre de Hodrick-Prescott elle a augmenté de 0,1 point de pourcentage depuis 1981. Les estimations selon les autres méthodes ont aussi changé mais dans différentes directions. La croissance potentielle devrait rester relativement constante sur les années 2007-2009 selon quatre des six approches. Pour la tendance linéaire la croissance potentielle est constante par hypothèse. Pour le filtre Hodrick-Prescott, le modèle Harvey-Jaeger et l'approche par la fonction de production ce résultat est plus informatif. Selon les modèles de Kuttner et de Apel-Jansson, les fluctuations de la croissance potentielle seront plus importantes (ce qui est logique parce que ces deux approches prennent aussi en considération les fluctuations d'autres variables telles que l'inflation et le chômage). Toutefois, regardant à travers les méthodes et à travers les années, une croissance potentielle à moyen terme entre 4% et 5% reste vraisemblable.

Suite à une décision du Conseil ECOFIN en juillet 2002, la Commission européenne privilège l'approche par la fonction de production, notamment parce qu'elle permet une comptabilisation de la croissance en termes de contributions des facteurs travail, capital et productivité totale des facteurs (PTF). Cependant, la Commission est obligée d'appliquer cette méthode à des données harmonisées et ne peut donc pas tenir compte des particularités des pays individuels. En particulier, la Commission calcule la contribution du facteur travail à partir du taux de chômage et du taux de participation issus de l'enquête forces de travail, qui est limitée aux résidents. Par conséquent, l'importante contribution à la croissance des frontaliers au Luxembourg risque de contaminer la productivité totale des facteurs, qui est calculée en tant que résidu, cumulant les erreurs de mesure dans les autres variables. Le tableau suivant fournit une comptabilisation de la croissance potentielle pour le Luxembourg selon l'implémentation BCL de l'approche par la fonction de production. Cette méthode n'est pas nécessairement préférable aux autres, mais elle permet une décomposition supplémentaire de la contribution du facteur travail en contribution des résidents (autochtones et immigrés) et des frontaliers.

Pour l'ensemble de la période considérée, la contribution de la PTF a été nettement inférieure à celle du capital et du travail. De plus, cette contribution s'est réduite graduellement jusqu'en 2003. Par contre, la PTF donne quelques signes d'une reprise depuis 2004. La contribution du capital a connu un pic autour de 1,8 points de pourcentage en 1999 et a diminué jusqu'à 1,3 points en 2005-2006. En 2008 et 2009, l'accumulation du capital devrait permettre à cette source de croissance potentielle de fournir une contribution légèrement plus importante. Enfin, la contribution du facteur travail a toujours été la plus importante pour la croissance potentielle, atteignant un pic de près de 3 points de pourcentage en 2000. Depuis, cette source de croissance diminue et devrait se limiter à 2 points de pourcentage en 2009. La décomposition de la contribution du travail révèle qu'entre deux-tiers et trois-quarts de cette contribution est attribuable aux travailleurs frontaliers. Cette constatation n'est guère surprenant considérant que depuis 1995 l'emploi résident a connu en moyenne une croissance de seulement 1,7% (largement grâce à l'immigration) tandis que l'emploi frontalier a progressé de 7,7%. On observe qu'entre le pic de 2000 et l'observation pour 2006, la contribution des frontaliers a diminué de 0,1 points de pourcentage, mais la contribution des résidents s'est amoindrie de presque 0,5 points.

TABLEAU 27 : COMPTABILISATION DE LA CROISSANCE POTENTIELLE (APPROCHE PAR LA FONCTION DE PRODUCTION)

	Croissance potentielle	Contributions à la croissance potentielle			Décomposition de la contribution du travail	
		Productivité totale des facteurs	Capital	Travail	Résidents	Frontaliers
1995	4,4	1,0	1,1	2,3	0,7	1,6
1996	4,4	0,9	1,1	2,4	0,7	1,7
1997	4,6	0,8	1,3	2,5	0,7	1,7
1998	4,6	0,7	1,4	2,6	0,8	1,7
1999	5,1	0,6	1,8	2,7	0,9	1,8
2000	4,9	0,6	1,5	2,8	1,0	1,8
2001	4,8	0,5	1,6	2,7	0,9	1,7
2002	4,5	0,4	1,6	2,4	0,7	1,7
2003	4,3	0,4	1,5	2,3	0,6	1,7
2004	4,0	0,5	1,4	2,2	0,5	1,7
2005	4,0	0,5	1,3	2,2	0,5	1,7
2006	4,2	0,6	1,3	2,3	0,6	1,7
2007	4,1	0,6	1,3	2,2	0,5	1,7
2008	4,0	0,6	1,4	2,1	0,4	1,6
2009	4,0	0,6	1,4	2,0	0,4	1,6

Sources : Calculs BCL, données STATEC.

Cette analyse confirme que les mesures de réforme structurelle envisagées par l'agenda de Lisbonne restent pertinentes pour soutenir la croissance au Luxembourg. Un meilleur fonctionnement des marchés des produits, des services et des capitaux peut favoriser l'innovation et donc la contribution à la croissance de la productivité totale des facteurs. Cependant, au Luxembourg c'est le facteur travail qui a traditionnellement joué le rôle le plus important, et sa contribution a diminué de presque un tiers depuis 2000. Il est donc important aussi d'améliorer le fonctionnement du marché de l'emploi pour renforcer la contribution du travail. Le recul de cette source de croissance est largement attribuable au travail résident, ce qui rappelle les mesures proposées par la Commission et l'OCDE pour favoriser la participation au marché du travail des femmes et des personnes plus âgées. Au Luxembourg ces groupes de la population ont des taux de participation faibles en comparaison internationale, un phénomène qui risque de réduire à l'avenir le taux de croissance potentielle suite au vieillissement de la population.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

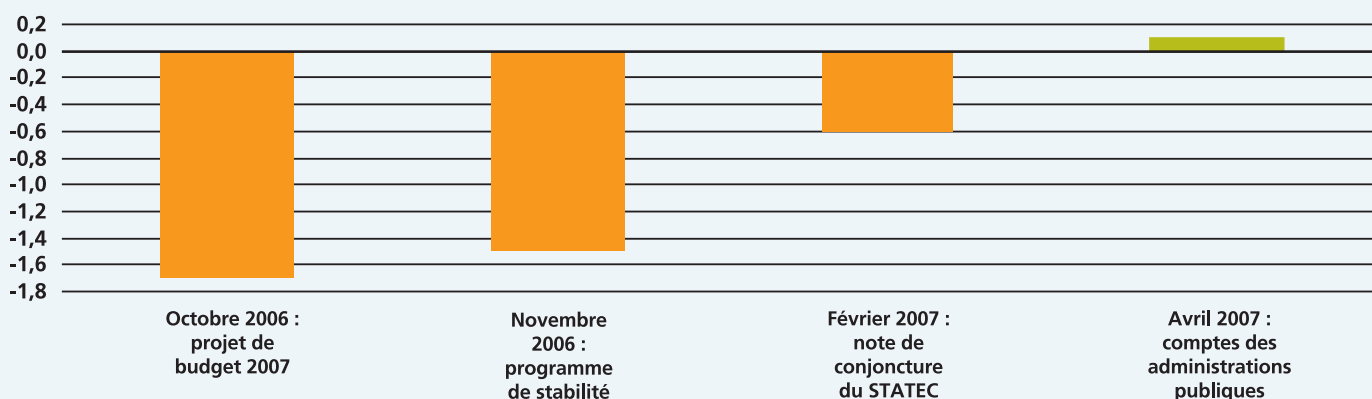
1.2.10 Les finances publiques

1.2.10.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble

L'année 2006 s'est caractérisée par une inflexion de la politique budgétaire en direction d'un surcroît de rigueur. Ainsi, dans la foulée de discussions au sein du Comité de Coordination Tripartite, le Premier Ministre a annoncé le 2 mai 2006 une série de mesures destinées à enrayer la dégradation budgétaire prononcée enregistrée entre 2001 et 2005. Les principales mesures consistaient en une augmentation de la pression fiscale et parafiscale, en une suspension de l'indexation de diverses prestations familiales et en une modulation dans le temps de l'ajustement des pensions aux salaires réels. S'y ajoutaient un gel des salaires dans la fonction publique en 2007 et 2008 ainsi qu'une plus grande maîtrise des dépenses d'investissement. Ces mesures devaient pour la plupart être mises en œuvre dès janvier 2007. Le projet de budget des recettes et dépenses de l'Etat pour l'exercice 2007, qui a été déposé à la Chambre des Députés en octobre, a entériné cet état de fait. A la faveur notamment des nouvelles mesures, il pouvait tabler sur un déficit des administrations publiques en base SEC 95 ramené à 0,9% du PIB en 2007, alors que le même projet de budget mentionnait pour l'année 2006 un déficit de 1,7% du PIB estimé sur la base du budget voté correspondant. Le budget 2007 a été adopté par la Chambre des Députés en décembre. La huitième actualisation du programme de stabilité, publiée en novembre 2006, a confirmé l'orientation plus rigoureuse de la politique budgétaire. L'actualisation prévoyait en effet un retour graduel à l'équilibre budgétaire, qui était alors escompté pour 2009.

Les comptes des administrations publiques publiés par le STATEC en avril 2007 montrent que cet objectif aurait été atteint dès l'année 2006, qui se serait clôturée par un léger excédent en dépit du fait que les mesures de consolidation budgétaire précitées ne devaient généralement entrer en vigueur qu'en 2007. Ce retour précoce à l'équilibre était pour le moins inattendu, comme le suggère le graphique ci-joint. Tout relâchement de la discipline budgétaire doit cependant être impérativement évité, comme le souligne un examen détaillé de l'évolution des principaux postes budgétaires.

GRAPHIQUE 54 : RÉVISIONS SUCCESSIVES DE L'ESTIMATION DU SOLDE SEC 95 DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES RELATIF À 2006 (SOLDE EN % DU PIB)



Sources : Huitième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2007, STATEC.

1.2.10.2 Les recettes

Alors qu'il avait amorcé une remontée en 2005 après trois années consécutives de déclin, le ratio des recettes au PIB a affiché un sensible recul en 2006, en s'établissant à 40,6% du PIB au lieu de 42,7% l'année précédente. Ce décrochage doit cependant être appréhendé à l'aune d'une progression exceptionnellement soutenue du dénominateur du ratio, à savoir le PIB nominal. Selon les comptes nationaux publiés par le STATEC en avril, le PIB nominal se serait en effet accru de quelque 12% en 2006, ce qui a donné lieu à un puissant effet de compression des ratios. Exprimées en termes nominaux, les recettes des administrations publiques auraient en définitive fait preuve d'un grand dynamisme en 2006.

Elles auraient en effet augmenté de 7%, soit bien davantage que les taux observés de 2001 à 2004. Cet accroissement soutenu s'inscrit par ailleurs dans le sillage d'une progression plus élevée encore en 2005, de sorte que sur l'ensemble des deux années les recettes totales des administrations publiques ont augmenté de 18%. Si la croissance des recettes enregistrée en 2005 et 2006 s'était limitée à la progression moyenne observée de 1995 à 2004 - soit 6,4% par an en termes nominaux - les recettes auraient à l'issue de 2006 été inférieures de quelque 1,7% du PIB à leur montant effectif. Se pose dès lors avec acuité la question de la permanence de ce niveau élevé de recettes.

TABLEAU 28 : RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données officielles avril 2007						Projections BCL juin 2007		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Impôts directs	15,2	15,2	14,7	13,2	14,0	13,2	13,0	13,2	13,4
<i>dont à charge des ménages</i>	7,9	7,2	7,3	7,4	8,0	8,1	7,8	8,0	8,2
<i>dont à charge des sociétés</i>	7,3	8,0	7,4	5,8	6,0	5,1	5,1	5,2	5,2
Impôts indirects	13,6	12,9	12,7	13,7	13,7	12,8	12,6	12,5	12,3
Cotisations sociales	11,8	11,7	11,8	11,8	11,7	11,0	11,1	11,1	11,2
Autres recettes	4,1	3,9	3,5	3,4	3,4	3,6	3,5	3,5	3,4
Recettes totales	44,6	43,8	42,7	42,1	42,7	40,6	40,2	40,3	40,3
Croissance nominale des recettes totales (%)	3,9	4,6	3,8	3,9	10,5	7,0	7,0	7,9	7,2

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

L'examen des principales composantes des recettes permet de glaner certains éléments de réponse à cette question. Comme l'indique le tableau ci-dessus, les impôts directs sur les sociétés, à savoir pour l'essentiel l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), l'impôt commercial communal et l'impôt de solidarité sur l'IRC, n'expliquent nullement la croissance soutenue des recettes en 2006. Le montant nominal des impôts directs sur les sociétés a en effet accusé un recul de quelque 4% par rapport à 2005, ce qui a donné lieu à un net déclin en pourcentages du PIB. Il serait cependant hasardeux d'escompter sur cette base un rebond au cours de l'horizon de projection 2007-2009 du ratio relatif à ces prélèvements. A l'effet de compression du ratio engendré par un PIB nominal élevé s'est en effet ajouté le non renouvellement d'une perception d'impôt exceptionnelle enregistrée en 2005, qui a été le fait d'une société importante. En l'absence de cette transaction, les impôts directs à charge des sociétés auraient d'ailleurs manifesté une légère progression nominale en 2006.

Dans ces circonstances, les projections de la BCL ne tablent que sur une légère progression du ratio des impôts à charge des sociétés au cours de l'horizon de projection 2007-2009, qui reflète l'effet de retard de l'embellie économique observée dès 2004. Il importe de noter que ces projections supposent le maintien des taux d'imposition à leur niveau actuel.

Les impôts directs à charge des ménages ont quant à eux fait preuve d'un grand dynamisme en 2006. Leur rythme de progression s'est en effet établi à près de 15%, soit davantage encore que la croissance pourtant extrêmement soutenue du PIB nominal, avec à la clef une légère hausse du ratio afférent. L'impôt sur les traitements et salaires a favorisé cette évolution, en progressant de près de 11% en 2006 sous l'effet, notamment, de l'absence d'indexation des barèmes d'imposition. Une composante pourtant nettement moins importante des impôts directs, à savoir l'impôt retenu sur les revenus de capitaux, a également alimenté dans une large mesure la hausse soutenue des impôts directs sur les ménages.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Alors que le niveau d'étiage de ce prélèvement, qui s'opère pour l'essentiel sur les dividendes, a à peine atteint 0,5% du PIB au cours de la période 1995-2004, le prélèvement en question s'est monté à 0,8% du PIB en 2005 et à 1,1% en 2006. Le montant élevé atteint en 2006 est imputable aux dividendes élevés versés par Arcelor dans le cadre des transactions devant mener à la constitution de la nouvelle entité Arcelor Mittal. Il est peu probable que l'Etat profite de versements aussi élevés au titre des prélèvements sur les dividendes au cours des années ultérieures à 2006, ce qui explique la décade du ratio des impôts directs sur les ménages escomptée par la BCL en 2007. Ce ratio devrait cependant reprendre son mouvement ascendant dès 2008, à la faveur de la forte élasticité de l'impôt sur les traitements et salaires à la base imposable correspondante. Ces projections supposent cependant l'absence d'indexation des barèmes fiscaux et sont effectuées à législation fiscale constante en ce qui concerne l'impôt sur les traitements et salaires. Ainsi, l'introduction de crédits d'impôt, annoncée par le gouvernement dans sa déclaration sur la situation économique, sociale et financière du pays le 9 mai 2007, n'est pas considérée dans les projections faute d'informations suffisamment précises à ce stade.

Les impôts indirects n'ont progressé que de 5% en termes nominaux en 2006, ce qui reflète en particulier un léger fléchissement du montant des impôts sur les produits énergétiques. Cette diminution pourrait découler de l'effet volume négatif du rehaussement graduel des prélèvements sur les produits énergétiques, le différentiel de prix entre le Luxembourg et les pays voisins s'étant réduit dans la foulée de cet accroissement de la pression fiscale.

Les projections de la BCL intègrent de façon atténuée un effet similaire, puisqu'elles reposent sur une élasticité des prélèvements sur les produits énergétiques à la base imposable correspondante relativement faible. Cette hypothèse explique partiellement la légère diminution du ratio des impôts indirects au PIB au cours de l'horizon de projection, en dépit du relèvement de divers impôts indirects en 2007 et en 2008. La décade projetée du ratio des impôts indirects au PIB s'explique davantage encore par l'hypothèse d'une consommation privée moins dynamique que le PIB au cours de cet horizon. Les cotisations sociales, qui ont enregistré une hausse nominale de près de 6% en 2006, devraient pour leur part faire preuve d'une grande stabilité de 2007 à 2009. Après une légère hausse en 2007 en raison du relèvement de la contribution des ménages à l'assurance dépendance, qui est passée de 1 à 1,4% des revenus de référence, le ratio des contributions sociales au PIB demeurerait inchangé en 2008. Il progresserait cependant à nouveau en 2009, à la faveur d'une augmentation soutenue de la base cotisable. Les éventuelles répercussions de l'instauration du statut unique ne sont pas considérées à ce stade, car les discussions afférentes sont toujours en cours.

Au total, le ratio des recettes déclinerait en 2007 et se stabiliserait ensuite à ce niveau. Ces projections sont cependant entachées d'une grande marge d'incertitude. Elles entérinent en effet dans une large mesure le niveau élevé des recettes observé en 2006, dans un contexte macroéconomique et financier particulièrement porteur. La pérennité des recettes additionnelles engrangées au cours des années 2005 et 2006 pourrait s'avérer moins assurée que ne le présupposent les projections.

1.2.10.3 Les dépenses

Le ratio des dépenses s'est nettement contracté en 2006, alors qu'il était passé de 38,1% à 43% du PIB de 2000 à 2005, soit en l'espace de cinq années seulement. Comme expliqué ci-dessus sur le versant des recettes, le PIB nominal a cependant enregistré une progression exceptionnelle de plus de 12% en 2006, ce qui tronque quelque peu l'analyse des ratios. Bien qu'en nette décélération par rapport aux années antérieures, la croissance nominale des dépenses s'est établie à 6% en 2006, ce qui constitue un rythme d'augmentation soutenu à l'aune des taux similaires observés dans les pays voisins (voir le graphique ci-dessous).

En outre, la décélération de la progression des dépenses est partiellement imputable à la stagnation des investissements publics. Les dépenses des administrations publiques hors investissements ont d'ailleurs augmenté de quelque 7,1% en 2006, contre un peu moins de 7% en 2005. Avec une hausse de respectivement 5,9 et 6,1% en 2006, les dépenses de consommation et les transferts sociaux ont manifesté le même rythme d'augmentation que les dépenses des administrations publiques appréhendées dans leur globalité.

TABLEAU 29 : DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données officielles avril 2007						Projections BCL juin 2007		
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Transferts sociaux	19,5	20,2	21,0	21,5	21,2	20,0	19,9	19,7	19,8
Investissements publics	4,3	5,0	4,6	4,3	4,7	4,1	3,9	3,9	3,9
Dépenses de consommation ⁽¹⁾	11,2	11,3	11,4	11,6	11,7	11,0	10,8	10,7	10,7
Subsides ⁽²⁾	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7
Autres dépenses	1,9	3,4	3,5	4,2	3,7	3,8	3,8	3,6	3,6
Dépenses totales	38,5	41,7	42,3	43,3	43,0	40,5	40,1	39,6	39,6
Croissance nominale des dépenses totales (%)	8,8	10,0	7,9	8,0	8,1	6,0	7,0	6,2	7,3

Sources : IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

Notes : ⁽¹⁾ Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

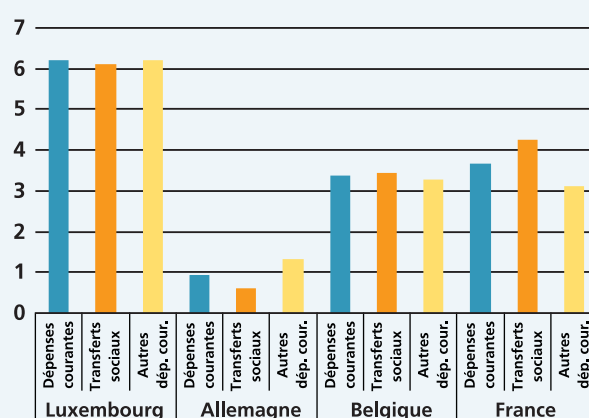
⁽²⁾ A l'exclusion des transferts en capital.

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.

Les projections laissent augurer une nouvelle diminution du ratio des dépenses en 2007 et en 2008, à la faveur notamment d'une croissance toujours soutenue du PIB nominal. Le ratio se stabiliserait cependant en 2009, en raison de l'ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels, de l'impact d'un éventuel accord salarial dans la fonction publique et de la forte progression des dépenses du Fonds de financement des mécanismes de Kyoto. Il convient de noter que les projections aboutissent à une stabilisation du ratio d'investissement à son niveau le plus bas depuis 2000. La progression nominale des dépenses serait quant à elle relativement faible par rapport à l'évolution observée de 2001 à 2005, ce qui suppose déjà une certaine maîtrise des dépenses. Une consolidation additionnelle serait d'ailleurs bienvenue compte tenu de la poursuite supposée de l'embellie conjoncturelle, qui justifierait la mise en pratique d'une politique budgétaire réellement contra-cyclique.

GRAPHIQUE 55 : PROGRESSION DES DÉPENSES COURANTES NOMINALES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES AU LUXEMBOURG ET DANS LES TROIS PAYS VOISINS EN 2006 (EN %)



Source : Eurostat.

Note : Le graphique se focalise sur les dépenses courantes. Les dépenses de capital manifestent en effet une grande volatilité du fait, notamment, des nombreux effets temporaires qui les affectent.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.10.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale

Les soldes des administrations publiques résultent évidemment de la différence entre les ratios de recettes et de dépenses décrits supra. Alors que le Luxembourg enregistrait encore un excédent de l'ordre de 6% du PIB en 2000 et 2001, les soldes se sont détériorés de façon prononcée au cours des trois années ultérieures. En conséquence, l'année 2004 a vu l'émergence d'un déficit, pour la première fois depuis 1992. A la faveur de la forte hausse du rendement des impôts directs sur les ménages - y compris les prélèvements sur les dividendes - et de la bonne tenue des marchés financiers, la détérioration budgétaire s'est enrayée à partir de 2005. Cette évolution favorable a d'ailleurs été confortée par l'adoption de diverses mesures discrétionnaires en 2005 et 2006, à savoir pour l'essentiel le relèvement de la fiscalité indirecte et des cotisations pour soins de santé en nature ainsi que diverses mesures d'économie dans le secteur des soins de santé. L'embellie budgétaire observée en 2005 et 2006 devrait selon les projections de la BCL s'interrompre en 2007, malgré la mise en œuvre des mesures annoncées par le Premier Ministre le 2 mai 2006. L'impact de ces dernières serait en effet peu ou prou compensé en 2007 par l'achat supposé de terrains par l'Etat, annoncé par le gouvernement lors de la présentation à la Chambre des Députés du projet de budget 2007, par les dépenses croissantes du Fonds pour le financement des mécanismes de Kyoto et enfin par une nette réduction des recettes issues des prélèvements sur les dividendes ("impôt retenu sur les revenus de capitaux").

Comme certains de ces facteurs négatifs tendraient à s'estomper voire même à disparaître par la suite - à l'exception notable des dépenses relatives au mécanisme de Kyoto - les mesures découlant de la Tripartite seraient en mesure de déployer tout leur potentiel à partir de 2008, avec à la clef un solde positif à raison de 0,7% du PIB tant en 2008 qu'en 2009. Les soldes effectifs projetés par la BCL se comparent favorablement aux objectifs repris dans la huitième actualisation du programme de stabilité, en raison notamment d'une révision significative de l'estimation du solde relatif à 2006 dont il est question dans les lignes qui suivent. Du fait de l'utilisation de méthodes différentes, le solde budgétaire ajusté de la conjoncture projeté par la BCL pour 2009 est quant à lui moins favorable que le solde ajusté prévu au programme de stabilité. Il excède cependant l'objectif à moyen terme (OMT) défini dès la septième actualisation du programme, soit un déficit structurel de 0,8% du PIB.

Les soldes effectifs escomptés par la Banque centrale sont également plus favorables que ceux qui résultaient des projections de décembre 2006. La BCL tablait alors sur un déficit de 1,3% du PIB en 2006, alors que cet exercice s'est en définitive soldé par un surplus de 0,1% du PIB. Cette divergence de 1,4% du PIB appelle deux remarques.

TABEAU 30 : SOLDÉS BUDGÉTAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB)

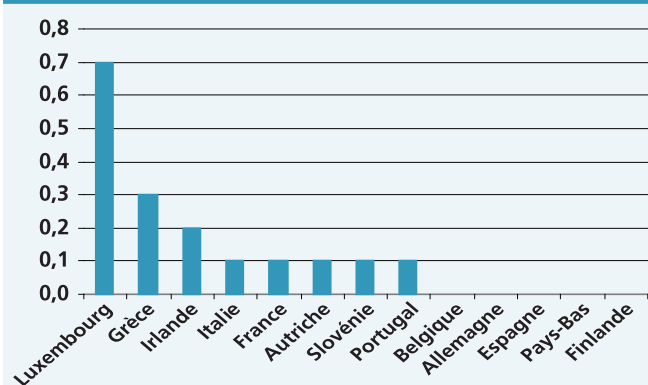
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Soldes effectifs (Capacité (+) ou besoin (-) de financement)									
	Données officielles avril 2007						Projections BCL juin 2007		
Ensemble des administrations publiques	6,1	2,1	0,4	-1,2	-0,3	0,1	0,1	0,7	0,7
dont Etat central	2,9	-0,5	-1,3	-2,7	-1,5	-1,5	-1,6	-1,0	-1,0
dont communes	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,1
dont sécurité sociale	3,1	2,4	1,8	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,6
Programme de stabilité	--	--	--	--	-1,0	-1,5	-0,9	-0,4	0,1
Pour mémoire : projections BCL de décembre 2006						-1,3	-1,0	-0,6	--
Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques									
Estimation de juin 2007 de la BCL ⁽¹⁾	5,6	1,2	0,3	-1,0	0,2	0,4	0,2	0,7	0,4
Estimation programme de stabilité	--	--	--	--	-0,2	-1,3	-0,5	-0,1	0,9

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

Sources : STATEC, huitième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, calculs BCL.

D'une part, la BCL prévoyait pour 2006 des soldes plus favorables que la plupart des autres prévisionnistes, y compris l'Etat luxembourgeois dans l'actualisation du programme de stabilité. L'évolution ultérieure a conforté ce relatif optimisme. D'autre part, l'écart de 1,4% du PIB s'explique par trois facteurs. En premier lieu, les projections de décembre 2006 ne pouvaient prendre la pleine mesure de l'embellie conjoncturelle prononcée qui est survenue en 2006, le taux de croissance en volume du PIB ayant atteint quelque 6,2%. L'amélioration des indicateurs macroéconomiques par rapport aux résultats des projections de décembre 2006 explique à elle seule un cinquième de l'écart précité de 1,4% du PIB. En second lieu, les investissements publics se sont établis à 4,1% du PIB en 2006 ce qui constitue une forte diminution par rapport à 2005, quand ils représentaient encore 4,7% du PIB. La BCL avait pour sa part tablé pour 2006 sur 4,6% du PIB en décembre 2006, en conformité notamment avec le programme pluriannuel des dépenses en capital. Cette divergence explique à elle seule environ un tiers de l'écart de 1,4% entre le solde projeté par la BCL en décembre 2006 et le solde effectif.

GRAPHIQUE 56 : VALEURS ABSOLUES DES RÉVISIONS DE SOLDÉS BUDGÉTAIRES RELATIFS À 2005 ENTRE L'AUTOMNE 2006 ET AVRIL 2007 (EN % DU PIB)



Sources : Eurostat, calculs BCL.

De telles divergences pourraient également s'avérer difficiles à appréhender dans les futurs exercices de prévision, tant le taux de réalisation des programmes d'investissement est fluctuant au Luxembourg. La BCL a d'ailleurs mis cet élément en exergue à maintes reprises dans ses diverses publications. En troisième et dernier lieu, les projections de finances publiques effectuées pour l'année 2006 en décembre 2006 avaient pour point d'amorçage les agrégats de finances publiques relatifs à l'année précédente, soit 2005, tels qu'ils figuraient dans les comptes officiels des administrations publiques établis en automne 2006. Or ces derniers estimaient alors le déficit des administrations publiques relatif à 2005 à 1% du PIB, alors que le déficit correspondant réestimé en avril 2007 s'est limité à 0,3% du PIB. L'effet de base correspondant à cette révision de quelque 0,7% du PIB explique la moitié de l'écart de 1,4% mentionné ci-dessus. Comme l'indique le graphique ci-joint, le Luxembourg est le pays qui a procédé à la plus forte révision de l'estimation du solde budgétaire entre l'automne 2006 et avril 2007. Cette instabilité des statistiques officielles complique grandement tout exercice de projection.

Si les soldes projetés semblent favorables, il convient de mettre en exergue leur précarité. Comme souligné dans la partie relative aux recettes, ces dernières se sont accrues à un rythme nettement supérieur à leur moyenne 1995-2004 tant en 2005 qu'en 2006, l'écart cumulé par rapport à cette évolution moyenne atteignant 1,7% du PIB à l'issue de ces deux ans. Or il est difficile de cerner avec précision la pérennité de ce surcroît de recettes. Les projections intègrent certes une décreue des recettes résultant de l'impôt retenu sur les revenus du capital à partir de 2007. D'autres recettes ayant fortement progressé en 2005 et 2006, par exemple l'impôt sur les traitements et salaires, pourraient cependant également connaître une certaine déperdition dans le futur, qui n'est pas prise en compte. En outre, les projections ignorent, faute de détails suffisants, l'impact de mesures discrétionnaires telles que l'introduction d'un nouveau crédit d'impôt ou un abaissement du taux de l'IRC. Les répercussions des discussions en cours au niveau européen en ce qui concerne la suppression éventuelle du droit d'apport, le relèvement progressif de la fiscalité sur les produits énergétiques ou encore la TVA sur les services électroniques ne sont pas davantage intégrées faute d'une certitude suffisante quant à la mise en œuvre de ces dispositions, dont les modalités précises ne sont d'ailleurs pas connues à ce stade. Le futur arrêt de la Cour de Justice des Communautés Européennes relatif à la déduction du revenu imposable des charges d'intérêt hypothécaires des travailleurs frontaliers constitue une incertitude additionnelle.

Plus généralement, les recettes sont très fluctuantes au Luxembourg, ce qui contribue grandement à accentuer la volatilité des soldes budgétaires. Ainsi, l'écart type mesuré au cours de la période 1991-2006 des soldes des administrations publiques a atteint quelque 2,2% du PIB au Luxembourg, soit nettement plus que dans des pays de plus grande taille tels que l'Allemagne et la France, où l'écart type s'est limité à respectivement 1,3 et 1,4% du PIB au cours de la même période. Cet état de fait a une portée considérable du point de vue de la conduite de la politique budgétaire. Comme l'illustre le graphique ci-joint, la forte volatilité des soldes luxembourgeois impose le choix d'un objectif à moyen terme (OMT) particulièrement exigeant, afin de prémunir le Luxembourg contre une violation de la valeur de référence d'un déficit de 3% du PIB prévue au Traité Instituant la Communauté Européenne. L'OMT actuellement annoncé par les autorités, soit un déficit structurel de 0,8%, paraît insuffisant à cette aune. Même dans l'hypothèse où cet objectif à moyen terme serait respecté en moyenne, la probabilité d'une violation de la valeur de référence au cours d'une année donnée - qui constitue pourtant une période de référence assez courte - atteindrait quelque 15%. Les probabilités correspondant à un OMT de -0,8% du PIB se limiteraient à 4% en Allemagne et à 6% en France, car la plus grande taille de ces pays donne lieu à une moindre volatilité des soldes budgétaires. Ces résultats montrent à suffisance que des OMT appropriés à la situation de ces pays ne peuvent être répliqués par une petite économie ouverte telle que le Luxembourg. Afin de ramener la probabilité de violation de la valeur de référence au niveau raisonnablement bas de 3%, l'Allemagne et la France devraient ceteris paribus - sans tenir compte notamment des conséquences du vieillissement de la population - adopter pour objectifs à moyen

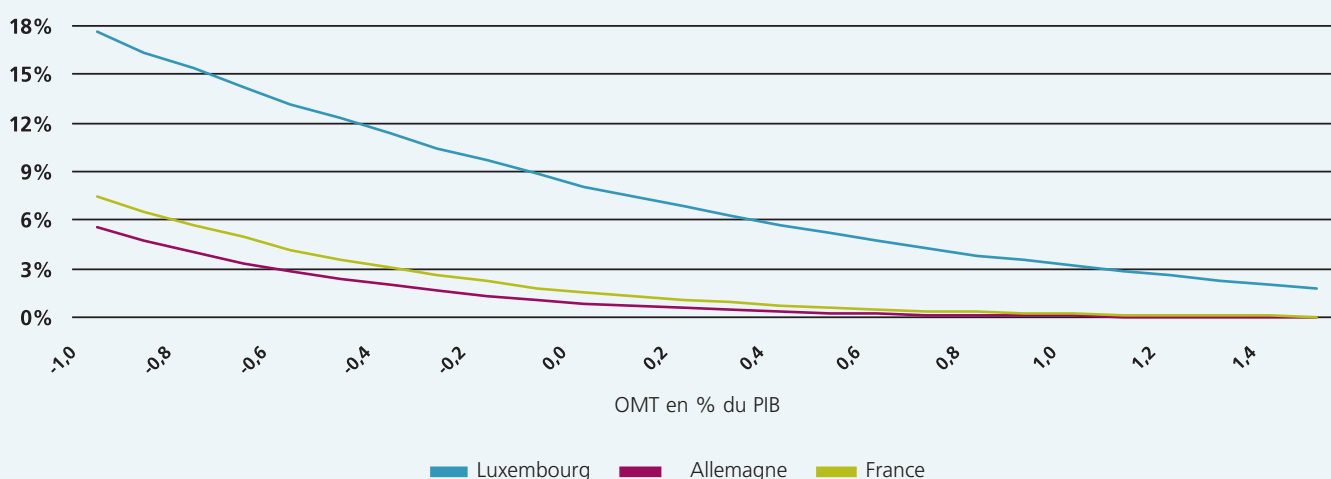
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

terme des déficits de respectivement 0,6 et 0,3% du PIB. L'OMT correspondant pour le Luxembourg serait quant à lui un surplus des administrations publiques de 1,1% du PIB en termes structurels, ce qui excède nettement l'OMT actuel (soit un déficit de 0,8% du PIB) ou même le solde structurel projeté par la BCL pour 2009 (à savoir un excédent de 0,4% du PIB). Ce résultat basé sur l'examen de la seule volatilité des soldes budgétaires souligne la nécessité impérieuse de la poursuite, voire même de l'accentuation, du processus de consolidation budgétaire.

La prise en compte de la soutenabilité à terme de la politique budgétaire est de nature à renforcer ce constat. Comme l'indique l'encadré suivant, le préfinancement requis afin de permettre au régime général de pension d'accumuler des réserves suffisantes sur un horizon de long terme pourrait se monter à près de 6% du PIB. Dans son rapport sur la soutenabilité⁵¹, la Commission européenne parvient quant à elle à la conclusion que les soldes budgétaires du Luxembourg devraient être rehaussés à concurrence d'environ 9% du PIB afin d'assurer le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle. Ce constat paraît moins favorable encore que celui de la BCL, car la Commission prend en compte les conséquences du vieillissement sur l'ensemble des dépenses des administrations publiques et non sur les seules pensions du régime général. Elle intègre en outre l'incidence sur la soutenabilité des déficits initiaux de l'Etat central.

Dans ce contexte et compte tenu des incertitudes prévalant quant à la pérennité des recettes additionnelles collectées en 2005 et en 2006, les autorités devraient dès que possible converger vers un excédent structurel égal à au moins 1% du PIB, d'autant que le présent contexte macroéconomique et financier est propice à un tel ajustement. Il conviendrait au surplus d'adopter des mesures permettant d'assurer l'équilibre budgétaire à moyen terme du régime de pension. L'actuelle embellie économique devrait être considérée comme un moyen au service de cette stratégie.

GRAPHIQUE 57 : PROBABILITÉS ANNUELLES DE VIOLATION DE LA VALEUR DE RÉFÉRENCE DE 3% EN FONCTION DE L'OBJECTIF BUDGÉTAIRE À MOYEN TERME POURSUIVI (EN %)



Sources : Eurostat, STATEC, calculs BCL.

Notes : Pour chaque objectif budgétaire à moyen terme, la probabilité est calculée sur la base d'une distribution normale centrée sur l'OMT et à partir de l'écart type des soldes budgétaires enregistrés sur la période 1991-2006. Ce calcul est répliqué pour chacun des trois pays. Ce mode de calcul revient à considérer que l'objectif à moyen terme sélectionné est en moyenne respecté (pas de déviations systématiques), les écarts de court terme autour de l'OMT étant symétriques. Ces écarts peuvent résulter de fluctuations macroéconomiques ou de tout autre facteur de volatilité des soldes budgétaires. L'écart type observé sur le passé est censé constituer une configuration structurelle, susceptible de se reproduire dans le futur.

⁵¹ European Commission (2006), "The long-term sustainability of public finances in the European Union", European Economy n°4.

La réforme des pensions: quelques pistes de réflexion

Après un passage en revue systématique des arguments qui militent en faveur d'une approche préventive des problèmes de financement prévisibles du régime général de pension, le présent encadré s'attache à décrire les lignes de force de diverses réformes envisageables.

Dans un ouvrage publié en 2004, Franco Modigliani et Arun Muralidhar ("Rethinking Pension Reform", Cambridge University Press, 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 à l'avance (*defined benefits*). Le présent encadré revient sur une version simplifiée de cette proposition dans le cas spécifique du Luxembourg.

1. Nécessité de la mise en œuvre rapide de réformes du fait des défis de long terme. Les indicateurs budgétaires de court terme éludent totalement ces défis

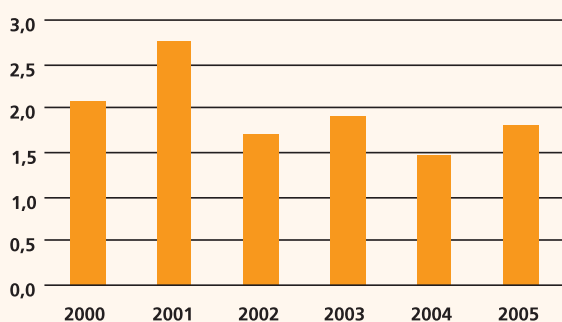
Le défi des pensions au Luxembourg fait l'objet d'importantes divergences de vue. Alors que de nombreux observateurs (notamment la BCL, le FMI, l'OCDE, la Commission européenne, Standard&Poor's) ont mis en exergue la nécessité de réformes, d'autres intervenants affirment que de tels aménagements ne sont pour l'instant nullement nécessaires. Ces divergences s'expliquent sans doute par la complexité de l'enjeu, qui se déploie à la fois sur le court et le long terme.

Horizon de court terme : la situation présente du régime général de pension semble confortable

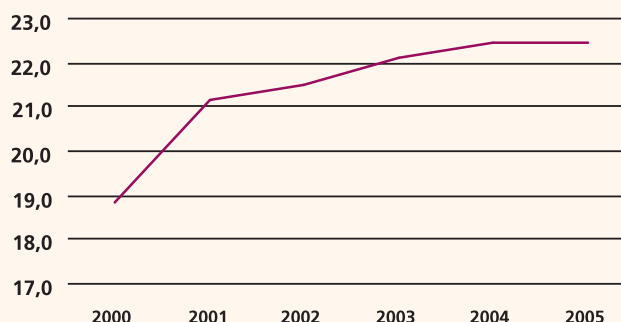
Le régime général de pension au Luxembourg paraît extrêmement solide sur le plan budgétaire, comme l'indique le graphique 58. Il a en effet engrangé des surplus d'environ 2% du PIB au cours des années récentes, qui se sont sédimentés sous la forme de réserves de l'ordre de 22% du PIB. Un tel niveau d'actifs peut paraître extrêmement confortable. Par ailleurs, le faible niveau de la dette publique semble être de nature à encore accroître la marge de manœuvre des pouvoirs publics en la matière.

GRAPHIQUE 58 : ÉVOLUTION DE LA SITUATION BUDGÉTAIRE DU RÉGIME GÉNÉRAL DE PENSION (SOLDES ET RÉSERVE DE COMPENSATION EN POURCENTAGES DU PIB)

1. Solde



2. Réserve de compensation



Sources : IGSS, STATEC.

Les indicateurs budgétaires communément utilisés, qui dépeignent une situation quasiment idyllique, sont trompeurs tant ils se focalisent sur la situation présente. Or cette dernière restitue une image tronquée de la situation financière du régime général, car le nombre de travailleurs étrangers et frontaliers a littéralement explosé depuis 1990. Il en a résulté une nette progression de la masse salariale et des cotisations versées au régime de pension sans accroissement proportionnel des prestations. L'exemple des frontaliers est particulièrement révélateur. Alors que ces derniers alimentent plus de 30% des cotisations de pension, seules 18% des prestations du régime général sont transférées à l'étranger selon l'IGSS (rapport général 2005). Ce déphasage entre les recettes et les dépenses de pension propres aux non-résidents équivaut pratiquement au surplus précité de 2% du PIB, ce qui illustre la nature "virtuelle" des actuels excédents du régime général de pension et des réserves correspondantes. Ces réserves, qui résultent de l'accumulation d'excédents, n'atteignent en effet pas le niveau requis pour faire face aux problèmes de financement sur un horizon de long terme.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

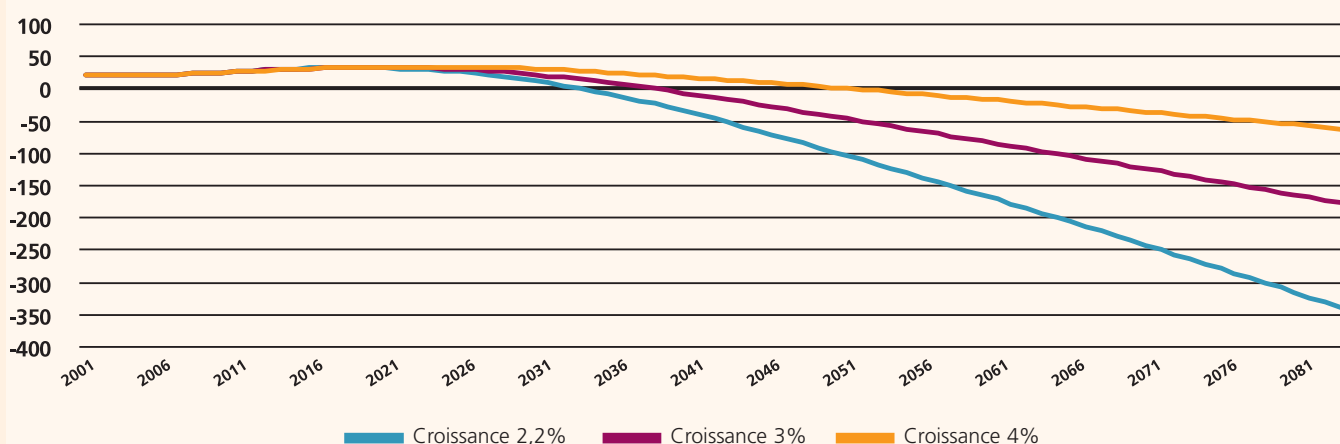
Horizon de long terme : la situation est-elle réellement dramatique sur un tel horizon?

Des indicateurs de long terme, qui prennent en compte l'inévitable augmentation future des pensions octroyées aux frontaliers et aux travailleurs étrangers, donnent lieu à des résultats nettement plus préoccupants que les indicateurs budgétaires à court terme examinés ci-dessus. Un horizon de temps assez ample pourrait certes paraître artificiel, voire présomptueux, car toute prévision à long terme est inévitablement entachée d'incertitudes. Il est naturellement difficile de projeter l'évolution des déterminants de l'équilibre financier du régime de pension à plusieurs décennies de distance. Cependant, la gestion d'un régime de pension ne peut se concevoir sur un horizon de court terme. De nombreux chercheurs n'hésitent d'ailleurs pas à effectuer des prévisions de pension sur un horizon infini. Par ailleurs, les financiers du secteur privé gèrent évidemment les fonds de pension ou les produits d'assurance dont ils ont la charge sur des horizons extrêmement longs, en tentant de mesurer au mieux la valeur cumulée de leurs engagements futurs. Compte tenu de l'importance du régime général de pension du point de vue de la solidarité entre personnes et entre générations, une gestion au moins aussi rigoureuse s'impose dans le domaine public.

Une gestion à courte vue, qui ignorerait les déterminants futurs de l'évolution des dépenses, ferait en outre peu de cas de l'intérêt des jeunes générations, qui ne peuvent escompter une pension que vers le milieu du présent siècle. En outre, le déphasage actuel entre les contributions de pension des frontaliers et les prestations qui leur sont versées relève de la certitude. Ce décalage va nécessairement induire un accroissement marqué des dépenses dans le futur. Au surplus, l'incertitude ne peut justifier une gestion à court terme du régime de pension, puisqu'elle peut jouer dans les deux sens. Enfin, seule une réflexion à long terme, qui doit nécessairement s'appuyer sur des simulations illustratives, permet de déceler les caractéristiques souhaitables d'un régime de pension. A titre d'exemple, un régime assorti de réserves insuffisantes est peu adapté au cas d'une petite économie ouverte telle que le Luxembourg, car il est particulièrement vulnérable à tout infléchissement de la croissance économique. Diverses simulations de long terme ont permis de mettre cet élément en lumière (voir le cahier d'Etudes n°23 de la BCL à ce propos).

Le choix d'un horizon de long terme, qui prend notamment en compte l'ensemble du cycle de vie des nombreux frontaliers venus travailler au Luxembourg au cours des dernières années, permet d'appréhender la portée budgétaire exacte de l'augmentation du nombre de travailleurs frontaliers. Selon les projections de la BCL, qui ne constituent pas des prévisions à proprement parler dans un environnement incertain, les excédents du régime général de pension devraient amorcer un déclin dans un avenir proche. Ces excédents se mueraient ensuite en déficits. Comme l'illustre le graphique 59, cette dégradation se traduirait tout d'abord par un fléchissement des réserves et dans un second temps par l'apparition d'un endettement. Ce dernier atteindrait près de 40% du PIB en 2050 et plus de 170% en 2085 dans la simulation de référence de la BCL, caractérisée notamment par une croissance du PIB de 3% par an en volume. Cette évolution s'expliquerait par la hausse prévisible du nombre de frontaliers (phénomène d'ordre macroéconomique/démographique), ainsi que par la générosité de la formule de calcul des pensions individuelles au Luxembourg (phénomène d'ordre microéconomique). Comme l'indique le graphique, la situation financière serait particulièrement compromise en cas de fléchissement durable de la croissance. Si d'aventure la croissance devait se limiter à 2,2% par an, les engagements du régime général de pension atteindraient quelque 350% du PIB à la fin de l'horizon de projection. L'évolution budgétaire serait bien entendu nettement moins préoccupante sous l'hypothèse d'une croissance du PIB de 4% par an. Cependant, le maintien à un tel niveau de la croissance en volume nécessiterait le concours de plus d'un million de travailleurs frontaliers à l'issue de l'horizon de projection. Cette estimation du nombre de frontaliers requis constitue pourtant un plancher, car le modèle de pension repose sur l'hypothèse d'une croissance de la productivité relativement soutenue - soit 2% l'an - ainsi que sur une immigration nette de 4 000 personnes par an.

GRAPHIQUE 59 : ÉVOLUTION PROJÉTÉE DE LA SITUATION BUDGÉTAIRE DU RÉGIME GÉNÉRAL DE PENSION SUR UN HORIZON DE LONG TERME CONDITIONNELLEMENT À DIVERS SCÉNARIOS DE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME (RÉSERVES (+) OU ENGAGEMENTS (-) EN POURCENTAGES DU PIB)



Notes : les hypothèses sous-jacentes sont décrites dans le cahier d'Etudes n° 23 de la BCL. Les hypothèses macroéconomiques et démographiques ainsi que le nombre de frontaliers et les données financières ont été remis à jour début mai 2007 au moyen d'informations fournies par la STATEC et l'IGSS (rapport général sur la sécurité sociale 2005). Les plus récentes projections macroéconomiques de la BCL sont prises en compte pour la période 2007-2009, de sorte que les taux de croissance différenciés illustrés au graphique ne s'appliquent que sur la période 2010-2085. Il est en outre supposé que l'immigration nette s'établira à 4 000 personnes par an sur cette même période, le nombre de frontaliers étant la "variable ajustante" qui permet d'assurer une progression de l'emploi total conforme au taux de croissance du PIB retenu et à la productivité. Par hypothèse, cette dernière progresserait de 2% par an de 2010 à 2085.

Sources : IGSS, STATEC, calculs BCL.

De nombreuses autres institutions aboutissent à des résultats similaires, voire même encore plus empreints de pessimisme. Ainsi, une récente étude de la DG-ECFIN de la Commission européenne ("The long-term sustainability of public finances in the European Union", European Economy n° 4, 2006) révèle que le Luxembourg figure parmi les pays de l'Union où l'impact du vieillissement sur les finances publiques serait le plus important. L'accroissement des dépenses des administrations publiques - qui regroupent la sécurité sociale, les communes et l'Etat central - y atteindrait plus de 8% du PIB de 2004 à 2050. Il s'agirait là de la progression la plus forte après l'Espagne, le Portugal, Chypre et la Slovaquie. Les pensions expliqueraient la quasi-totalité de ce dérapage, qui induirait une forte augmentation de la dette brute de l'ensemble des administrations publiques. Cette dette atteindrait en effet quelque 268% du PIB en 2050 dans le scénario de référence de la Commission, dont le périmètre excède le seul régime général de pension.

Si une telle évolution paraît extrêmement préoccupante, elle n'est nullement inévitable. Les projections de long terme évoquées ci-dessus sont en effet effectuées "à politique inchangée", c'est-à-dire sous le postulat d'une absence totale de réaction des autorités. Or d'éventuelles réformes pourraient considérablement améliorer les perspectives du régime de pension, à condition toutefois qu'elles soient rapidement mises en œuvre.

2. Quelles solutions? Quelques pistes de réflexion

Les problèmes de financement précités seront extrêmement difficiles à endiguer si des réformes ne sont pas mises en œuvre bien avant leur survenance, d'autant que l'élaboration et l'adoption de réformes peuvent prendre du temps. L'accroissement des dépenses devrait être très soutenu après une fenêtre d'opportunité d'une dizaine d'années. Il en résulterait un puissant cercle vicieux, qu'il serait difficile de contrer faute d'actions résolues bien avant l'écoulement de la fenêtre d'opportunité. L'accroissement des déficits induit par la forte progression des prestations donnerait en effet lieu à une détérioration de la situation patrimoniale, avec à la clef une diminution, puis une inversion de signe des revenus du patrimoine. Les charges d'intérêt corrélatives accentueraient l'accroissement des déficits, qui alimenteraient à leur tour la progression de l'endettement. Selon des calculs de la BCL, une intervention tardive pourrait à terme donner lieu à des taux de cotisation de l'ordre de 40% de la masse contributive, voire même davantage, contre 24% actuellement.

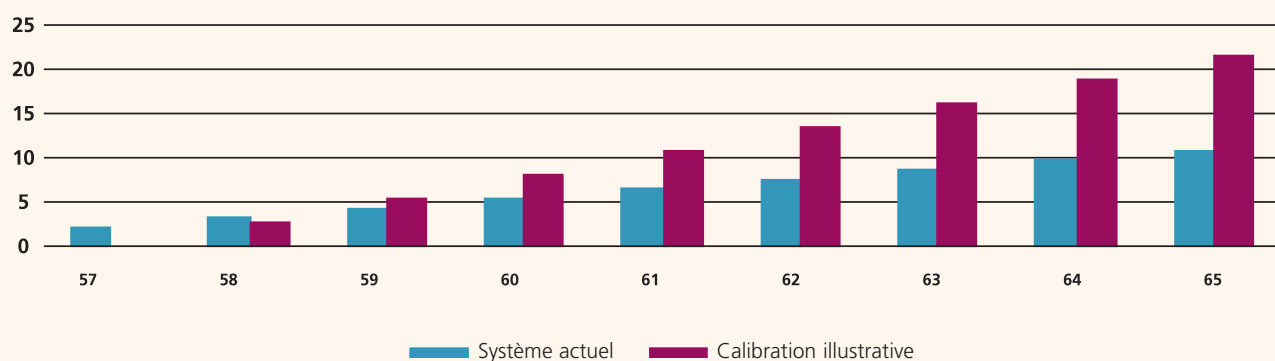
Le remède à une telle détérioration cumulative devrait reposer sur une combinaison de diverses dispositions. Le Comité de Coordination Tripartite a déjà débouché sur certaines mesures, qui n'améliorent cependant pas structurellement la situation budgétaire du régime général de pension. Il en est ainsi de l'ajustement des pensions en fonction des salaires réels. Cet ajustement, qui devait normalement survenir en janvier 2007, est simplement différé dans le temps. Des mesures additionnelles s'imposent assurément. Les trois lignes de force suivantes devraient contribuer à défricher quelque peu le terrain :

Il importe tout d'abord de **rétablir la neutralité actuarielle des pensions** et de ne plus pénaliser les personnes qui optent pour la pension à l'âge légal de 65 ans. Depuis le Rentendesch, les individus qui partent à la retraite après l'âge de 55 ans et au moins 38 ans de cotisation bénéficient d'une augmentation des prestations, sous la forme d'une augmentation échelonnée de la majoration proportionnelle (AE dans la suite du texte). Ce supplément n'est accordé que si deux conditions sont simultanément satisfaites : l'âge de départ à la retraite doit au minimum atteindre 55 ans et la durée de la période de cotisation ne peut être inférieure à 38 ans. Plus précisément, le supplément est proportionnel à cette dernière durée augmentée de l'âge de départ à la retraite et dont on retranche 93 ans. L'ajustement à la hausse du taux de majoration proportionnelle est égal au résultat de cette différence, multiplié par 0,01%. Pour rappel, le taux de base de cette majoration est égal à 1,85%, ce dernier taux étant appliqué au cumul des revenus collectés au cours de la carrière pour dégager le montant de la pension - bien d'autres éléments de calcul interviennent par ailleurs, tels que la prime de fin d'année, la majoration forfaitaire, l'ajustement aux salaires réels et aux prix. A titre d'exemple, une personne prenant sa retraite à 60 ans après une carrière de 40 ans bénéficiera d'une augmentation de 0,07% (soit $[60+40-93]*0,01\%$) du taux de majoration proportionnelle, ce dernier s'établissant dès lors à 1,85% (taux de base) + 0,07% = 1,92%. Il en résultera donc une hausse de la pension de l'ordre de 3% par rapport à la prestation de base. Il convient de souligner que le taux de majoration proportionnelle augmenté ne peut en aucun cas excéder 2,05%.

Comme l'atteste un encadré publié dans le Bulletin 2006/1 de la BCL, qui repose sur des simulations effectuées au niveau d'individus représentatifs, l'augmentation échelonnée a contribué à réduire l'intérêt financier d'une retraite précoce. Elle est cependant généralement trop modeste pour exercer un réel impact sur le choix de l'âge de départ à la retraite. L'encadré a permis d'établir qu'un report de l'âge de départ ne deviendrait financièrement intéressant que sous la condition d'un quasi doublement de l'AE. De surcroît, comme l'illustre le graphique ci-dessous, l'actuelle formule de calcul de l'AE donne lieu à un inconvenient de taille. A titre d'exemple, un affilié représentatif ayant débuté sa carrière dès 17 ans bénéficiera du mécanisme de l'augmentation échelonnée même sous l'hypothèse d'un départ à la retraite à 57 ans, ce qui constitue une atteinte à l'un des objectifs fondamentaux de l'introduction du dispositif.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 60 : INCIDENCE DE L'AUGMENTATION ÉCHELONNÉE SUR LES PRESTATIONS DE PENSION EN FONCTION DE L'ÂGE DE DÉPART À LA RETRAITE (POURCENTAGES DES PRESTATIONS NON FORFAITAIRES)



Notes : Début de la carrière à 17 ans et 40 années de cotisation à 57 ans.

Sources : IGSS, calculs BCL.

Un mécanisme alternatif envisagé à titre purement illustratif au graphique 60 permettrait de pallier ces distorsions, contribuant de la sorte à transformer l'AE en un véritable outil de promotion de carrières moins courtes. Ce mécanisme alternatif comporterait par hypothèse quatre innovations : (i) la durée de cotisation ne serait plus prise en compte, sauf peut être en tant que condition d'attribution de l'AE. Elle est de toute manière intégrée au calcul de la pension à travers la prise en compte des rémunérations obtenues au cours de la carrière et via la modulation selon la durée de la carrière de la prime de fin d'année. L'AE devrait être ciblée sur le seul paramètre de l'âge afin de réellement inciter à un départ plus tardif à la retraite ; (ii) le seuil d'âge pris en considération serait 57 ans et non plus 55, de sorte que seules des personnes partant en retraite à 58 ans au plus tôt bénéficieraient de l'AE ; (iii) l'AE serait recalibrée, afin d'assurer à une personne de 65 ans une bonification représentant environ le double de son niveau actuel. En clair, la majoration proportionnelle serait augmentée de 0,05% par année d'âge excédant les 57 ans lors du départ à la retraite. Cette nouvelle calibration serait mise en œuvre pour tous les nouveaux pensionnés à partir d'une date déterminée, de façon graduelle le cas échéant ; (iv) enfin, le taux de majoration proportionnelle serait plafonné à 2,25% au lieu de 2,05% actuellement, toujours afin de favoriser davantage les départs tardifs à la retraite.

Comme l'illustre le graphique 60, le mécanisme illustratif favoriserait davantage que le régime actuel les personnes qui diffèrent le départ à la retraite. Afin d'éviter un surcoût pour le système de pension considéré dans sa globalité, le taux de base de la majoration proportionnelle, soit 1,85% actuellement, devrait bien évidemment être revu à la baisse. A titre d'exemple, ce taux pourrait être révisé afin d'assurer la neutralité de l'opération pour une personne optant pour la retraite à l'âge de 65 ans. Il est difficile de cerner l'économie associée à ce type de mesure, qui dépend intimement de l'incidence de la nouvelle calibration sur les âges effectifs de départ à la retraite. La recalibration de l'AE aiderait en tout cas le Luxembourg à respecter les objectifs du processus de Lisbonne, car elle contribuerait à accroître le taux d'activité.

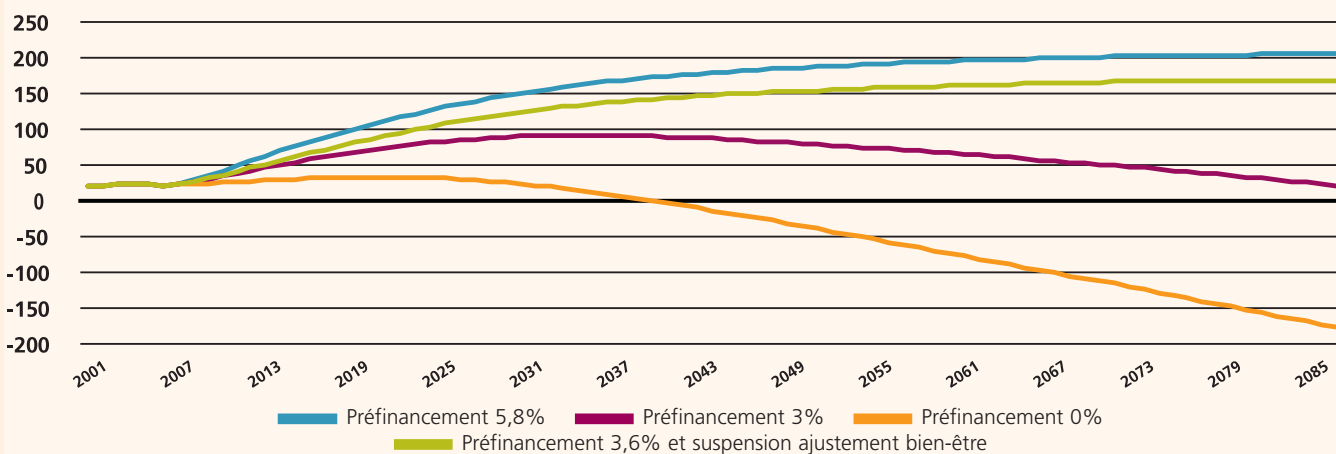
Un départ à la retraite volontairement plus tardif s'imposerait d'autant plus que l'espérance de vie augmente rapidement, avec à la clef un effet de levier considérable sur les dépenses de pension. La hausse de l'espérance de vie affecte d'ailleurs la nature même de la couverture de pension. La Loi du 17 décembre 1925 a fixé l'âge légal de départ à la retraite au niveau actuel, soit 65 ans, pour les ouvriers. Les employés ont bénéficié de cette innovation quelques années plus tard, en vertu de la loi du 29 janvier 1931. Or l'espérance de vie moyenne à la naissance d'un homme luxembourgeois était de l'ordre de 55 ans entre 1925 et 1931 (données du CEPS/Instead), ce qui était en deçà de l'âge légal. Dans un tel contexte, la couverture de pension était en partie de nature résiduelle, puisque sa mise en œuvre effective n'était nullement garantie. Cet état de fait a profondément évolué. Selon la Commission européenne et l' "Ageing Working Group", l'espérance de vie d'un luxembourgeois de sexe masculin était égale à 75 ans en 2004. Toujours selon cette dernière, l'espérance à la naissance devrait atteindre 82 ans en 2050, soit 17 ans de plus que l'âge légal. Ce décalage est plus flagrant encore par rapport à l'âge effectif de départ - soit 58 ans en moyenne en 2004 pour les pensions de vieillesse et d'invalidité du régime général (source : IGSS, rapport général sur la sécurité sociale 2005). Les dépenses de pension revêtent un caractère toujours plus structurel sous l'effet d'une telle évolution, avec à la clef une forte augmentation tendancielle des prestations.

Une **gestion plus dynamique des réserves de pension** constituerait une autre avancée décisive. Le "Government Pension Fund" norvégien est parvenu à dégager un rendement réel moyen de plus de 4% par an sur son portefeuille au cours de la période 1997-2005. Du fait d'une politique de placement fortement orientée vers le court terme, la réserve de compensation luxembourgeoise a enregistré un rendement nettement plus faible, d'un peu plus de 1% en moyenne et en termes réels sur la même période 1997-2005. Si le Luxembourg avait appliqué la même politique d'investissement que le Fonds norvégien de 1997 à 2005, la réserve de compensation aurait atteint 28% du PIB au 31 décembre 2005 au lieu de 22%, ce qui aurait constitué un gain de 1,5 milliards d'euros. Ce dernier montant équivaut à l'ensemble des prestations de pension du régime général - soit les prestations de vieillesse, d'invalidité et les pensions de veuves et d'orphelins - versées au cours de trois trimestres (en valeurs de 2005). La loi du 6 mai 2004 constitue une avancée en direction d'une gestion plus dynamique des réserves. Il importe d'assurer sa mise en œuvre rapide, voire même de relever à terme le poids des placements les plus rémunérateurs - y compris les actions - le tout, bien évidemment, dans le cadre d'une politique de diversification prudente.

Plus généralement, il convient de **préfinancer sans attendre les charges de pension futures**. Une consolidation budgétaire plus tardive nécessiterait une diminution bien plus drastique des prestations ou encore une hausse prononcée des cotisations de pension. Le préfinancement pourrait reposer sur un accroissement des recettes, sur la recalibration abordée ci-dessus de la majoration proportionnelle ou encore sur une suspension de l'ajustement des prestations aux salaires réels. Cette suspension pourrait le cas échéant être modulée en fonction du niveau des pensions. Une combinaison de ces mesures ou de mesures alternatives pourrait bien évidemment être considérée.

La stratégie présidant à la réforme importe tout autant que la combinaison précise de mesures. Comme l'a indiqué le cahier d'Etudes n°23 de la BCL, une stratégie reposant sur une gestion dynamique des réserves et sur le préfinancement permettrait d'enclencher un cercle vertueux. Au-delà d'un certain niveau de réserves, des revenus du patrimoine accrus compenseraient les conséquences du vieillissement. En outre, une telle stratégie amortirait dans une large mesure l'incidence sur l'équilibre budgétaire du régime général d'éventuelles perturbations macroéconomiques, ce qui constitue un avantage de taille dans une petite économie ouverte. Le graphique 59 ci-dessus mettait d'ailleurs en exergue la forte vulnérabilité du régime général de pension à d'éventuelles inflexions de la croissance du PIB. La proposition de réforme précitée reposait sur le principe de la capitalisation collective sous l'égide d'un Fonds de droit public, le tout dans le cadre du premier pilier. La question du renforcement du 2^{ème} ou 3^{ème} pilier constitue une toute autre question, qui ne sera pas traitée ici.

GRAPHIQUE 61 : ÉVOLUTION PROJETÉE DES RÉSERVES (+) OU DES ENGAGEMENTS (-) DU RÉGIME GÉNÉRAL DE PENSION SOUS DIVERS SCÉNARIOS DE PRÉFINANCEMENT ET CONDITIONNELLEMENT À UNE CROISSANCE DU PIB EN VOLUME DE 3% PAR AN À PARTIR DE 2010 (POURCENTAGES DU PIB)



Sources : IGSS, STATEC, calculs BCL.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Une version simplifiée de cette proposition, qui se focalise sur la seule accumulation de réserves, est illustrée au graphique 61. Il est supposé qu'un financement additionnel du régime général de pension - sous la forme de nouvelles recettes ou de dépenses moindres - est graduellement dégagé sur la période 2007-2010, ces ressources additionnelles évoluant par la suite au même rythme que le PIB nominal. Par ailleurs, la croissance réelle du PIB atteindrait par hypothèse 3% au cours de la période 2010-2085. Comme l'indique le graphique, des ressources additionnelles de l'ordre de 5,8% du PIB seraient requises afin d'atteindre un niveau d'actif qui soit susceptible de se maintenir dans la durée ou, en d'autres termes, de s'auto-entretenir. Seul ce niveau de réserves, de l'ordre de 200% du PIB, permettrait de générer des revenus du patrimoine suffisamment élevés pour contrebalancer l'impact financier du vieillissement et de l'arrivée à l'âge de la retraite des travailleurs frontaliers et étrangers. Tout effort de préfinancement inférieur donnerait lieu à des réserves insuffisantes, qui tendraient nécessairement à s'étioler. Ainsi, un préfinancement réduit à 3% du PIB déboucherait sur un niveau de réserves tout à la fois peu élevé et en déclin à la fin de l'horizon de projection, ce qui ne constitue nullement un équilibre stationnaire. Enfin, une suspension de l'ajustement des pensions aux salaires réels pendant une période limitée, par exemple de 2009 à 2017 comme supposé dans l'un des scénarios du graphique 61, permettrait d'abaisser à la fois le préfinancement requis et le niveau de réserves d'équilibre. Ce niveau excéderait cependant toujours 150% du PIB. Si un tel volume d'actifs semble élevé, divers pays étrangers ont d'ores et déjà accumulé des réserves bien plus élevées qu'au Luxembourg. Ainsi, la valeur de marché des actifs totaux du "Government Pension Fund" norvégien atteignait 83% du PIB à la fin de 2006. Ces réserves augmentent de surcroît à vive allure, puisqu'elles se limitaient à 54% du PIB trois ans plus tôt (sources : Statistics Norway et Government Pension Fund). Par ailleurs, les actifs du fonds de pension néerlandais ABP se montaient à près de 40% du PIB des Pays-Bas à la fin de 2006 (source : ABP), en dépit du fait que l'ABP couvre une bien plus faible proportion de la population que le régime général de pension luxembourgeois. Pour atteindre un actif moyen par assuré cotisant équivalent à celui qui prévaut parmi les affiliés à l'ABP, le régime général de pension luxembourgeois devrait viser une réserve de compensation égale à quelque 175% du PIB, soit l'ordre de grandeur suggéré par le graphique 61.

