

Luxembourg, le 21 juin 2004

## **PRESENTATION DU BULLETIN 2004/2 DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG**

### **LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG**

#### **La comptabilité nationale**

Les récentes estimations du STATEC des comptes nationaux pour 2003 ainsi que les comptes révisés pour les années 2001 et 2002 dressent un tableau plus optimiste que ne le laissaient entrevoir les données précédemment publiées. Pour 2001 et 2002, le taux de croissance annuel du PIB réel est désormais estimé à 1,3% et 1,7% au lieu des 1,2% et 1,3% annoncés antérieurement. Pour 2003, les estimations de la croissance du PIB s'élèvent à 2,1%.

La révision des comptes nationaux est essentiellement due à la contribution plus favorable que prévu des exportations nettes à la croissance du PIB, en particulier en 2002. De fait, la baisse moins prononcée des exportations de biens et de services combinée à un recul plus substantiel des importations de biens et de services expliquent en grande partie ce repositionnement de la trajectoire de la croissance du PIB sur le sentier de la reprise.

**Tableau 1** *Evolutions des principaux agrégats macroéconomiques (taux de variation annuels)*

	Taux de variation annuels				Différence par rapport aux données d'automne			Contributions à la croissance réelle du PIB			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2003
Consommation privée	4,6	5,1	2,7	1,2	0,0	0,6	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
Consommation publique	4,8	6,6	3,2	4,6	0,1	-0,4	-1,0	0,8	1,0	0,5	0,8
Formation brute de capital	4,8	2,1	-9,0	4,1	0,0	-0,4	-0,4	1,2	0,5	-2,2	0,9
Demande intérieure	4,7	4,5	-0,6	2,7	0,0	0,1	-0,1	3,9	3,5	-0,5	2,2
Importations	15,4	3,8	-1,8	2,3	0,7	-1,0	-0,2	18,5	5,0	-2,4	2,9
Exportations	17,3	1,8	-0,2	1,9	0,5	-0,8	0,1	23,6	2,8	-0,2	2,8
Exportations nettes	35,1	-13,9	15,5	-0,9	-1,0	0,4	3,5	5,1	-2,2	2,2	-0,1
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>9,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>				
Déflateur du PIB	4,1	1,9	0,7	2,1	0,2	-0,3	0,1				
Emploi salarié	6,0	6,0	2,9	2,2	0,0	0,0	-0,5				
Emploi total	5,7	5,7	2,8	2,1	0,0	0,0	-0,4				
Coût salarial moyen total	4,7	3,9	3,9	1,9	0,0	0,3	0,8				
Productivité du travail	3,2	-4,1	-1,0	0,1	-0,1	0,1	0,8				
Coût unitaire du travail	1,5	8,3	5,0	1,8	0,1	0,2	0,0				
Marge de profit	2,7	-6,5	-4,3	0,3	0,1	-0,5	0,3				

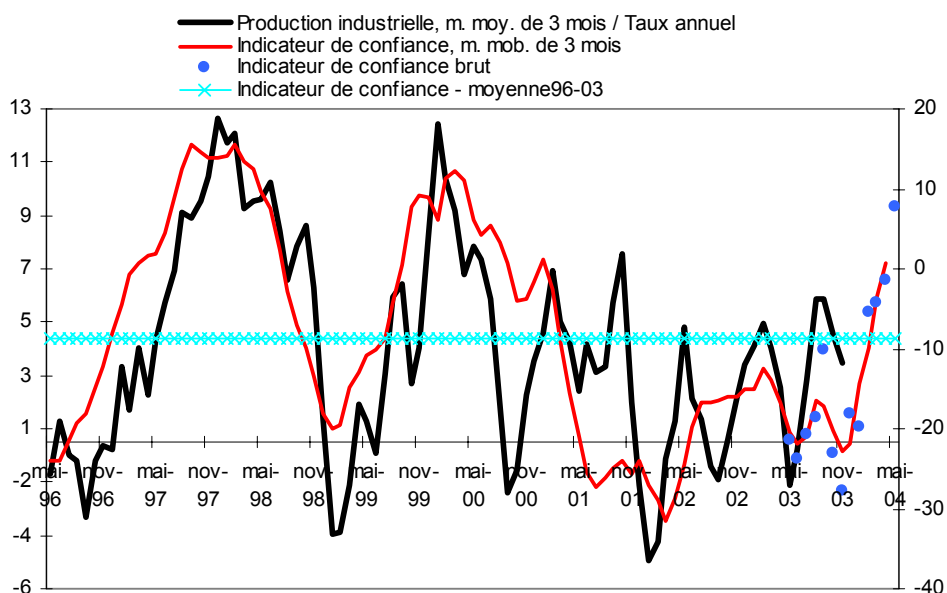
Source : STATEC

## L'industrie

Les indicateurs statistiques relatifs à l'industrie pour l'année 2003 avaient révélé le grand dynamisme de ce secteur. Début 2004, le bilan statistique favorable a enfin

été complété par une amélioration du sentiment de confiance des chefs d'entreprises. De février à mai, quatre progressions successives de l'indicateur de confiance ont été recensées, amenant le niveau de l'indicateur au-dessus de sa moyenne historique (1996-2003) et au niveau atteint au début de l'année 2000. Une simple extrapolation sur base du passé laisserait augurer une progression de la production industrielle, en termes de variation annuelle, de l'ordre de 5% au premier trimestre 2004.

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



Source: STATEC, calculs BCL

## L'emploi

Tout au long de l'année 2003, le rythme de croissance annuel de l'emploi total intérieur s'est stabilisé autour de 2,0%. Les données définitives pour janvier 2004, ainsi que les estimations disponibles pour les mois de février à avril 2004 montrent une poursuite de la croissance annuelle de l'emploi, mais à un niveau légèrement inférieur à celui de l'année précédente. De fait, l'emploi total intérieur a progressé en

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



moyenne de 1,9% en glissement annuel au cours des quatre premiers mois de 2004 après 2,0% l'année précédente à la même période. L'économie a ainsi continué à créer des emplois tout au long des quatre premiers mois de 2004.

Ce sont les non-résidents qui continuent à satisfaire la plus grande partie de ces offres d'emplois nouveaux. Une explication de ce phénomène pourrait résulter d'une inadéquation entre l'offre et la demande de travail en termes de qualification ainsi qu'à la persistance du chômage au Luxembourg, qui réduit l'employabilité de certains chômeurs de longue durée.

Les deux secteurs qui ont été les moteurs de la croissance de l'emploi avant le ralentissement de la conjoncture, à savoir l'« Industrie et manufacture » et l'« Intermédiation financière », ont perdu des emplois tout au long de l'année écoulée. De plus, le secteur regroupant les « administrations publiques », la « santé » et l'« éducation » a continué à créer des emplois en 2003. Cependant, ce dernier regroupement risque de ne plus contribuer dans la même mesure à la croissance de l'emploi au cours des mois à venir eu égard à la décision, qui relève du budget du Gouvernement central en 2004, de procéder à un arrêt temporaire des recrutements (sauf dans la police et l'enseignement). Ainsi, l'année 2004 pourrait être le théâtre d'une réduction des créations d'emplois et, partant, d'un assombrissement de la situation sur le front du chômage.

### **Le chômage**

Le redémarrage progressif de la croissance économique ne sera sans doute pas suffisant pour endiguer la hausse du taux de chômage à court terme. Le taux de chômage au sens « strict » a atteint 4,3% en avril 2004 soit 8 660 personnes, après 3,6% soit 7 208 personnes douze mois plus tôt. Pour 2004 et 2005, les projections actuelles du taux de chômage s'élèvent respectivement à 4,3 et 4,7%.

En ce qui concerne la durée du chômage, on observe depuis le début de cette année que la part des personnes inscrites depuis plus de 12 mois est désormais la plus importante (plus d'un chômeur sur cinq). En outre, au cours de cette période, la hausse du nombre de chômeurs la plus importante a touché la catégorie des individus enregistrés entre 9 et 12 mois à l'ADEM, ce qui témoigne d'un allongement de la durée moyenne du chômage. Ceci met en lumière l'émergence d'une certaine



« persistance » qui, si elle se prolonge, risque de réduire l' « employabilité » des chômeurs concernés.

### **Les projections macro-économiques**

Depuis novembre 2003, les statistiques économiques, aussi bien pour 2003 que pour le début 2004, ont soit confirmé le scénario d'une accélération continue du PIB réel, soit surpris à la hausse. Selon les comptes nationaux pour 2003, la croissance du PIB réel de l'ordre de 2,1% se serait établie à un niveau supérieur aux prévisions antérieures.

Au Luxembourg, les données disponibles pour le premier trimestre 2004 sont plus restreintes. Les enquêtes de conjoncture dans l'industrie témoignent d'un net regain d'optimisme de la part des chefs d'entreprises. Parallèlement, le secteur bancaire profite d'une amélioration progressive des revenus nets sur commissions, c'est-à-dire du chiffre d'affaires provenant des opérations liées à l'activité boursière et aux marchés financiers en général. La demande internationale adressée au Luxembourg, un facteur-clé pour une économie tournée vers l'extérieur, devrait demeurer sur un sentier d'expansion en 2004 et 2005. Les importations de nos partenaires commerciaux ont en général été révisées à la hausse par rapport à l'exercice d'automne 2003.

Sur base des informations disponibles concernant tant la situation actuelle que le futur proche, l'économie luxembourgeoise se trouve dans une phase de transition. Après une période de trois années de croissance relativement faible, le Luxembourg passerait à une vitesse accrue en 2004 et tirerait en particulier profit du dynamisme du commerce international. Par contre, un retour vers les années de forte croissance de la fin des années 90 n'est pas projeté. Cette phase de transition sera vraisemblablement aussi celle de la poursuite d'un processus d'ajustement au niveau du marché de l'emploi.

En partant de l'optique production du PIB, on devrait observer une modification de la composition de la croissance en 2004. Un certain optimisme est permis pour l'industrie et le secteur commercial élargi, y compris les transports et communications, qui devraient bénéficier de l'accélération économique dans les pays voisins ainsi que de la reprise des échanges commerciaux. Par contre, le secteur de



la construction et le secteur public devraient connaître une certaine décélération. Le gel de l'emploi dans le secteur public tout comme la décélération de la croissance des dépenses publiques devraient laisser leurs marques. Cette dernière mesure jouerait également dans la construction, où l'on devrait observer un recul des grands chantiers d'infrastructure et une certaine retenue au niveau des investissements. Le secteur élargi des services (activités financières, services immobiliers, location et services aux autres entreprises) qui autrefois figurait comme moteur de la croissance au Luxembourg, a connu au cours des trois dernières années un développement inférieur à celui du reste de l'économie. Cette évolution tient avant tout à la nature et à l'origine du ralentissement conjoncturel passé. En 2004, il y a lieu de miser à nouveau sur une croissance économique modeste, sur base notamment d'un secteur bancaire qui renouerait avec la croissance de ses résultats.

*In fine*, si on table sur une stabilisation de la croissance de la valeur ajoutée brute totale dans l'économie excluant le secteur des services ainsi que sur une modeste reprise dans le secteur des services, un scénario relativement prudent au vu des observations de moyen terme, on devrait, en 2004, connaître une nouvelle accélération de la valeur ajoutée brute totale excluant les SIFIM qui devrait alors se situer entre 2,3% et 2,9%, contre 1,7% en 2003. Une contribution positive de la taxation indirecte au PIB serait à attendre sur base des activités d'entreprises de commerce électronique nouvellement implantées au Luxembourg - l'impact recensé en 2003 n'étant en effet pas encore en année pleine - ce qui porterait alors la croissance du PIB réel entre 2,7% et 3,3% en 2004. En 2005, un acquis de croissance plus important, ainsi qu'un dynamisme plus soutenu de l'activité économique permettront une nouvelle accélération de la croissance du PIB entre 3% et 4%.

Dans l'optique dépenses du PIB, la croissance des exportations nettes sera vraisemblablement plus dynamique que celle de la demande domestique.

L'ajustement sur le marché de l'emploi devrait par contre encore se poursuivre. Un retour vers une situation d'équilibre, c'est-à-dire un accroissement de la productivité du travail en phase avec celle observée dans le passé, soit proche de 2%, implique inévitablement une faible progression de l'emploi à la lumière d'une croissance prévue du PIB réel qui, en moyenne, ne dépasserait pas les 4%.

**Tableau 2**      **Synthèse des projections macro-économiques (en taux de variation annuel, sauf taux de chômage)**

	2002	2003	2004	2005
PIB réel	1,7	2,1	2,7-3,3	3,0-4,0
Coût salarial moyen	3,9	1,9	2,8	2,9
Emploi salarié	2,9	2,2	1,6	1,8
Taux de chômage	2,9	3,7	4,3	4,7
IPCN	2,1	2,1	2,1	1,6
Echelle mobile des salaires	2,1	2,1	1,9	2,1

Source : BCL

Ce scénario de croissance qui est conditionnel à une série d'hypothèses, dont en particulier l'observation d'une certaine modération salariale, n'est pas dépourvu de risques. Actuellement, les tendances récentes sur le marché du pétrole sont inquiétantes et risquent d'hypothéquer le scénario de base.

Le prix du pétrole est passé de 33,8\$/bl en mars autour des 40\$/bl vers la fin mai. Ceci correspond à son niveau le plus élevé depuis octobre 1990. En revanche, exprimé en euros, son cours demeure encore inférieur à celui relevé en début 2000.

La Commission européenne a récemment évalué que l'impact de la hausse actuelle du prix du pétrole enlèverait 0,2pp à la croissance économique de la zone euro telle que projetée pour 2004. Les effets sur l'inflation seraient par contre plus sévères à court terme et produiraient des effets de second tour, via les salaires et les prix des autres biens et services. Si le niveau des prix du pétrole de début juin persistait jusqu'en décembre 2005, alors, par rapport à notre scénario de base, l'impact sur l'IPCN du Luxembourg serait une inflation additionnelle de 0,2pp en 2005. Cette simulation ne tient pas compte d'effets secondaires sur les prix ou d'éventuels effets de demande, qui amplifieront évidemment le choc initial.

L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national ne devrait à court terme pas connaître de repli rapide et, pour 2004, une stabilisation à un taux moyen de 2,1% est anticipée, contre 2,9% en moyenne pour l'indice harmonisé après 2,5% en 2003. Compte tenu de la situation conjoncturelle, ce niveau d'inflation se situe à un niveau élevé, aussi bien par rapport à la fin des années 90 que par rapport aux pays voisins. Si à court terme, l'accélération de l'inflation est en grande partie alimentée par la hausse du prix du pétrole, la décélération de la hausse des prix excluant la composante énergétique est fort lente.



Sans surprise, l'assombrissement des tendances au niveau de l'inflation aura des implications pour l'ajustement automatique des salaires. L'indexation sera avancée de deux mois et est désormais prévue pour le quatrième trimestre 2004. Le scénario pour 2005 se base sur une inflation importée relativement faible, une hausse du chômage et partant une certaine modération salariale qui limitera par conséquent la hausse des prix des biens et services. Dans ces conditions, l'inflation moyenne pourrait passer en dessous de 2%, ne donnant ainsi pas lieu à un ajustement automatique des salaires. La hausse du prix du pétrole, surtout si ce prix perdurait à son niveau actuel, risque en revanche de mettre en question cette projection.

### **Les finances publiques**

La BCL a procédé à une actualisation de ses prévisions relatives à la situation budgétaire des administrations publiques, dans le sillage notamment des derniers comptes nationaux élaborés par le STATEC.

Les nouvelles prévisions de finances publiques sont synthétisées dans le tableau ci-joint. Elles indiquent qu'après un léger déficit en 2003, les administrations publiques – qui regroupent l'Etat central, les communes et la sécurité sociale – enregistreraient de substantiels déficits à partir de 2004. Ainsi, le besoin de financement atteindrait 1,6% en 2004, sous l'influence déterminante d'un tassement du montant des impôts directs à charge des sociétés et d'une progression toujours soutenue des transferts sociaux, ces derniers passant de 23% du PIB en 2003 à 23,3% en 2004. L'impact budgétaire négatif de ces deux évolutions serait cependant partiellement amorti par les retombées favorables de l'installation au Luxembourg de firmes actives dans le domaine du commerce électronique. Ces retombées étaient déjà nettement perceptibles en 2003, comme l'a attesté une forte progression des recettes de TVA par rapport à 2002. L'incidence budgétaire du développement des activités de commerce électronique devrait encore s'amplifier en 2004, car ces activités vont pour la première fois se déployer sur une année entière.



**Tableau 3** *La situation des finances publiques luxembourgeoises : prévisions de printemps 2004 de la BCL (En pourcentages du PIB)*

	2001	2002	2003	2004p	2005p	2006p
<b>Ensemble des administrations publiques</b>						
Recettes totales	45,8	47,0	46,7	45,4	44,8	44,2
Dépenses totales	39,6	44,3	46,8	47,0	47,1	46,4
Déficit (-) ou surplus (+)	6,3	2,7	-0,1	-1,6	-2,3	-2,3
Solde apuré de la conjoncture	5,1	2,1	-0,1	-1,2	-1,8	-2,0
<b>Soldes des sous-secteurs</b>						
Etat central	3,1	0,2	-2,0	-2,7	-3,0	-2,9
Communes	0,2	0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5
Sécurité sociale	2,9	2,3	2,0	1,6	1,2	1,2
<b>Prévisions d'automne 2003 de la BCL</b>						
Déficit (-) ou surplus (+)	6,2	2,4	-0,5	-2,0	-2,8	--
<b>Prévisions de printemps 2004 de la Commission européenne (administrations publiques)</b>						
Déficit (-) ou surplus (+)	6,3	2,7	-0,1	-2,0	-2,3	--
<b>Cinquième actualisation du programme de stabilité</b>						
Déficit (-) ou surplus (+)	6,2	2,4	-0,6	-1,8	-2,3	-1,5

Source : Budget 2004, programme de stabilité, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.

p : projections.

Le déficit des administrations publiques s'accroîtrait par la suite, pour atteindre 2,3% du PIB tant en 2005 qu'en 2006. Cette nouvelle détérioration serait due à la conjonction de plusieurs facteurs. En premier lieu, les recettes imputables aux cotisations sociales et aux impôts indirects s'accroîtraient nettement moins que le PIB en 2005 et en 2006, car la masse salariale et la consommation privée, qui constituent les principaux déterminants de ces recettes, connaîtraient elles-mêmes une progression inférieure à celle du PIB. En second lieu, les impôts directs à charge des sociétés continueraient à se réduire par rapport au PIB du fait de la décélération de la collecte de soldes d'impôts liés aux exercices fiscaux antérieurs, dont l'incidence serait encore exacerbée par l'effet de retard du ralentissement conjoncturel enregistré à partir de 2001. Enfin, le déficit des administrations publiques relatif à l'année 2004 sera favorablement influencé par une opération non récurrente, à savoir la vente de biens immobiliers par l'Etat, qui devrait se monter à



0,3% du PIB selon le budget 2004. Cette vente n'aura plus aucun impact budgétaire au-delà de 2004, ce qui donnera lieu à une dégradation mécanique des soldes budgétaires relatifs à 2005 et 2006. Les divers facteurs de dégradation mentionnés ci-dessus ne seront que partiellement compensés par la réduction du ratio des dépenses publiques au PIB en 2006, qui résulterait pour l'essentiel de la contribution inhabituellement faible du mécanisme d'indexation des salaires et prestations sociales à la hausse des dépenses.

Les projections de printemps 2004 de la BCL laissent augurer des soldes moins défavorables qu'en automne. Cette inflexion est imputable à l'amélioration des variables macro-économiques sous-jacentes, qui semblaient moins bien orientées en automne. En outre, les nouvelles projections prennent en compte les retombées budgétaires favorables de l'installation au Luxembourg de trois firmes de commerce électronique, qui ont été estimées à 0,6% du PIB par an. A l'inverse, les projections actualisées font montre de plus de circonspection que celles d'automne en ce qui concerne l'encaissement des soldes de l'impôt des collectivités attribuables aux exercices fiscaux antérieurs.

Apruré de l'impact de la conjoncture économique, le solde des administrations publiques demeurerait déficitaire à raison de 1,2% du PIB en 2004, 1,8% du PIB en 2005 et 2% en 2006, alors que d'importants excédents corrigés étaient encore de mise en 2000, en 2001 et, dans une moindre mesure, en 2002. Cette dégradation structurelle met en relief la nécessité d'un encadrement de la croissance des dépenses publiques – d'autant que la soutenabilité à terme des finances publiques n'est pas acquise, comme le souligne une analyse reprise dans le présent bulletin. Un contexte macro-économique plus favorable serait d'ailleurs particulièrement propice à la mise en œuvre d'une stratégie de consolidation budgétaire. Une telle stratégie serait plus particulièrement de mise en ce qui concerne l'administration centrale. Comme l'indiquent les comptes SEC 95 élaborés par le STATEC, cette dernière aurait en effet enregistré un déficit de 2% du PIB en 2003. Les projections de printemps de la BCL suggèrent que ce besoin de financement devrait encore s'accroître au cours de l'horizon de prévision.

\*

\* \*



Le bulletin 2004/2 contient également deux analyses. La première constitue une **évaluation d'ensemble de la situation des finances publiques** luxembourgeoises, la deuxième fournit une **estimation d'une courbe de Phillips néo-keynésienne** pour le Luxembourg.

La première analyse met en évidence l'excellente situation patrimoniale des administrations publiques, qui se caractérise à la fois par des engagements peu élevés et par de substantiels avoirs financiers. Cette situation enviable pourrait cependant s'avérer fragile. Les actifs financiers nets des administrations publiques sont en effet tributaires de la dynamique d'évolution des soldes budgétaires.

Or les prévisions de printemps 2004 de la BCL laissent augurer un déficit de 1,6% du PIB en 2004 et de 2,3% en 2005 et en 2006 pour les administrations publiques appréhendées dans leur globalité (Etat central, sécurité sociale et communes). Ce passage d'excédents substantiels à des déficits significatifs est dans une certaine mesure le reflet du ralentissement conjoncturel survenu à partir de 2001. Il est cependant essentiellement imputable à la mise en œuvre de nouvelles mesures au cours des dernières années.

Des projections de long terme qui se cantonnent au régime général de pension et à l'assurance maladie-maternité, suggèrent que la situation budgétaire de ces deux branches de la sécurité sociale devrait se dégrader sur l'horizon de projection. Un cadre d'analyse plus large, qui intègre l'ensemble de la sécurité sociale, les communes et l'administration centrale et se déploie jusqu'en 2040, corrobore ce constat. Il apparaît qu'à politique inchangée, seule une croissance économique durablement élevée, proche de 5% par an, permettrait d'assurer l'équilibre des finances publiques à moyen et long termes. Or, une croissance économique aussi forte sur une période aussi longue paraît pour le moins problématique. A défaut d'une croissance économique de cette ampleur, seule une décélération de la progression des dépenses publiques permettrait de garantir l'équilibre à moyen et à long termes des finances publiques.

La seconde analyse arrive à la conclusion que les entreprises au Luxembourg ajustent fréquemment leurs prix, mais généralement sur la base de raccourcis rétrospectifs plutôt que sur des anticipations prospectives. Cette flexibilité des prix au Luxembourg suggère une relative absence de rigidités nominales. Néanmoins, la



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

prévalence d'un comportement rétrospectif dans la fixation des prix peut être une source de persistance de l'inflation, ce qui augmente le taux de sacrifice afférant à toute politique monétaire désinflationniste. Cependant, du point de vue des entreprises individuelles, un comportement rétrospectif dans la fixation des prix peut être qualifié de rationnel dans une petite économie très ouverte et donc vulnérable aux chocs externes. Ces caractéristiques de l'économie luxembourgeoise peuvent impliquer un accroissement des coûts pour la collecte de l'information et une diminution des avantages d'un ajustement des prix vers leur niveau optimal.