

Cette nouvelle version de la comptabilité nationale trimestrielle fait état d'une décélération de la croissance annuelle de la rémunération par tête au cours du deuxième trimestre 2011 (1,7% contre 3,7% au cours du trimestre précédent et 2,1% au deuxième trimestre 2010). Cette évolution, associée à une baisse de la croissance annuelle de la productivité du travail, s'est traduite par une hausse des coûts salariaux unitaires (nominaux) de 2,7% au deuxième trimestre 2011 (en glissement annuel). Pour plus de détails sur l'évolution du coût salarial moyen, se référer à la section 2.2.

En conclusion, la prudence reste de mise dans l'interprétation des comptes nationaux annuels et trimestriels, en raison de possibles révisions futures.

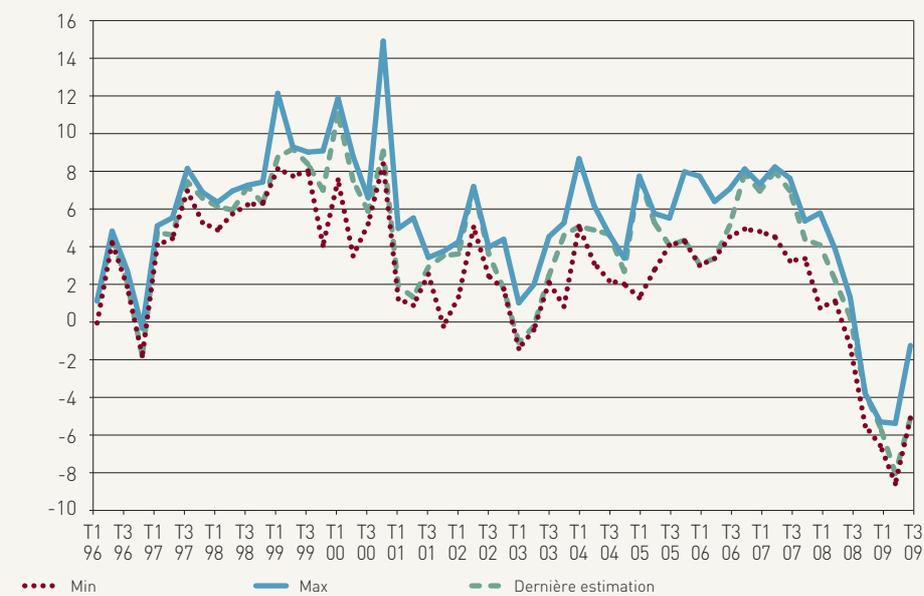
Encadré 1.3

LA RÉVISION DES COMPTES NATIONAUX ET SON IMPACT SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES

Les projections macroéconomiques sont conditionnelles au dernier set disponible de données de la comptabilité nationale. Ces données peuvent diverger des données précédentes et elles divergent fort vraisemblablement également des estimations finales, publiées avec des retards très importants. L'incertitude entourant les données fait partie des aléas auxquels les économistes sont confrontés lors de l'établissement des projections. L'ajout d'une observation trimestrielle ainsi que la révision des données précédentes peuvent changer radicalement le diagnostic conjoncturel, avant même d'entamer la projection proprement dite. Il convient de tenir compte de ces incertitudes aussi bien dans l'interprétation du passé que dans l'élaboration des projections. Cet encadré se propose d'analyser le dernier set des comptes nationaux, publié le 7 octobre 2011, de le comparer aux données précédentes et d'en tirer des interprétations pour les projections macroéconomiques.

Si l'estimation des comptes nationaux est un exercice laborieux, elle l'est en particulier au Luxembourg compte tenu de la taille de l'économie, de son fort degré d'ouverture au commerce international, de la prépondérance du secteur financier et de la qualité des informations statistiques sous-jacentes. Les comptes nationaux sont ainsi soumis à des examens réguliers et le STATEC adapte ses estimations, entre autres en cas de changements méthodologiques ou d'adaptation de ses propres outils, mais surtout en fonction des informations statistiques sous-jacentes qui

Graphique 1
Révision du taux de croissance annuel du PIB réel



Sources : Statec, calculs BCL

sont à sa disposition. Ces informations sont généralement assez partielles pour les périodes les plus récentes et elles ne deviennent que progressivement plus exhaustives. La fiabilité des estimations s'accroît certes au fil du temps, mais de façon graduelle.

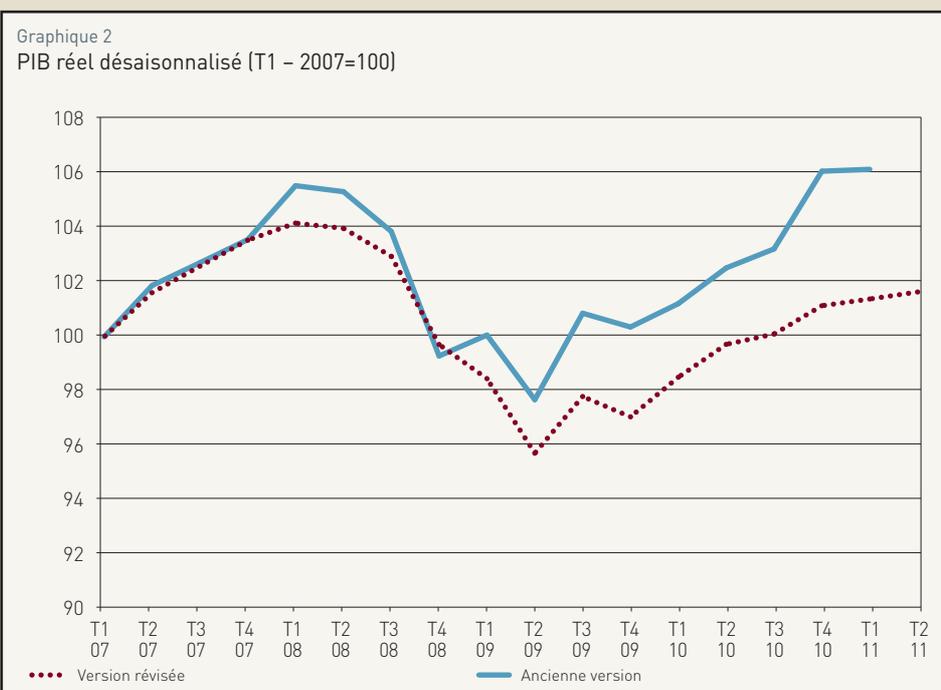
Le graphique 1 donne une idée de l'ampleur des révisions des estimations de l'activité économique telle que mesurée par le PIB réel. Il se base sur les 23 échantillons de comptes nationaux trimestriels publiés à fréquence régulière depuis avril 2006. Il donne pour chaque trimestre la plus récente estimation du taux de croissance en glissement annuel ainsi que sa valeur maximum et minimum. Considérant exclusivement les données en temps réel, c'est-à-dire depuis avril 2006, pour un trimestre donné, l'écart entre le taux minimum et le maximal a été d'au moins 1,3 p.p. et au pire de 5,0 p.p.¹. En ce qui concerne les taux annuels moyens, alors que la contraction du PIB réel en 2009 avait été préalablement estimée à 3,6 %, la récente révision des comptes nationaux a réévalué ce chiffre à 5,3 %. De même, pour 2010, la croissance économique qui avait été évaluée à 3,5 % a été ramenée à 2,7 %.

Le graphique 2 présente les niveaux – normalisés au 1^{er} trimestre 2007 – des comptes nationaux actuels et de leurs estimations d'avril 2011 pour le PIB réel. Dans la version actuelle, le rebond conjoncturel depuis son creux au deuxième trimestre 2009 a été beaucoup moins dynamique qu'estimé précédemment. L'activité économique n'aurait pas gommé l'impact de la récession, puisque le niveau de l'activité économique au deuxième trimestre de 2011 demeurerait encore en dessous du sommet d'avant la crise (1^{er} trimestre de 2008) à raison de 2,4 %.

Bien que l'impact de ce type de révisions sur les projections de la BCL soit difficile à quantifier, ces dernières ne se résument pas à une inférence directe à partir des comptes nationaux, nous pouvons néanmoins en estimer l'effet sur base d'une méthode de simulation plus naïve et mécanique. Cette méthode revient à supposer un taux de croissance de 0 % pour les trimestres pour lesquels nous ne disposons pas de données. Nous nous basons donc uniquement sur l'acquis de croissance, afin de cerner l'impact mécanique sur les « projections » des révisions des comptes nationaux. Ensuite, nous appliquons cette méthode à la nouvelle série ainsi qu'à la série publiée précédemment et nous examinons l'impact sur l'acquis de croissance, ce dernier

impact étant une approximation de l'effort potentiel de la révision statistique sur les taux de croissance annuels projetés. En partant du dernier trimestre de 2010 jusqu'au dernier trimestre de 2012 (chiffres manquants et donc « mis à zéro » à partir du 3^{ème} trimestre de 2011), nous obtenons un acquis de croissance de 3,0 % pour 2011 avec l'ancienne série des comptes nationaux et de 1,7 % avec la nouvelle série « officielle » publiée le 7 octobre 2011. Nous constatons donc une différence très marquée pour 2011.

L'analyse et l'interprétation des comptes nationaux est utilement complétée par la com-



Sources : Statec, calculs BCL

1 Voir aussi : Revision to GDP estimates in Luxembourg, Economie et Statistiques, Working paper du STATEC, n°39, mai 2010.

paraison avec d'autres sources statistiques, afin de parfaire le diagnostic conjoncturel et de nuancer éventuellement les estimations des comptes nationaux – d'autant plus que celles-ci se basent sur des informations partielles et sont sujettes à révision.

Certaines incohérences apparaissent entre la Balance de Paiements et les comptes nationaux. En 2010, selon la Balance des Paiements, les exportations nominales de services ont augmenté de 20%, alors que les comptes nationaux enregistraient une hausse de seulement 10% pour ces mêmes exportations. Il faut noter que cet aspect est loin d'être anecdotique, puisque les exportations de services représentent 75% des exportations totales (qui elles-mêmes contribuent à hauteur de 167% dans le PIB).² De même, la croissance des importations de services est estimée à 16% par la Balance des Paiements et 10% par les comptes nationaux. Des différences au niveau des exportations et importations de biens sont également observées, mais elles sont assez marginales. Il y a donc une divergence importante en ce qui concerne les services, de sorte qu'un alignement est à attendre pour le futur. Rien ne permet cependant pour l'instant de déterminer quelle source s'alignera sur l'autre.

Les recettes de l'Administration centrale ont connu une croissance de l'ordre de 13% au cours des neuf premiers mois de 2011. Ce résultat conforte à première vue le constat d'une sous-estimation du PIB dans les comptes trimestriels publiés le 7 octobre 2011. Cependant, il importe d'interpréter cette vive progression des recettes publiques avec précaution. Les recettes de l'Administration centrale sont en effet extrêmement volatiles et fréquemment déconnectées de la croissance économique. Le dynamisme des recettes durant les trois premiers trimestres de l'année s'explique d'ailleurs en partie par des facteurs non récurrents ayant affecté l'impôt sur le revenu des collectivités et par la lenteur des remboursements de TVA. Les mesures de consolidation budgétaire mises en œuvre en janvier 2011 ont également alimenté la forte progression des recettes. Enfin, le produit de l'impôt sur les traitements et salaires tend structurellement à augmenter à un rythme supérieur à celui du PIB, en raison d'une élasticité de cet impôt à la base imposable correspondante (principalement les salaires) nettement supérieure à l'unité.

Une analyse comparative de deux grandeurs macroéconomiques issues des mêmes comptes est un exercice utile afin de se forger une idée de la cohérence interne des comptes nationaux et du fonctionnement de l'économie luxembourgeoise. De tels exercices permettent d'identifier des zones d'ombre, telles qu'une rupture de tendance, une incohérence interne des comptes ou un ajustement potentiel dans l'économie luxembourgeoise. En revanche, étant donné les révisions potentielles des données, il convient vraisemblablement de ne pas tirer de conclusions trop hâtives quant à une réaction potentielle des agents économiques, mais plutôt de s'assurer la fiabilité du diagnostic et des statistiques.

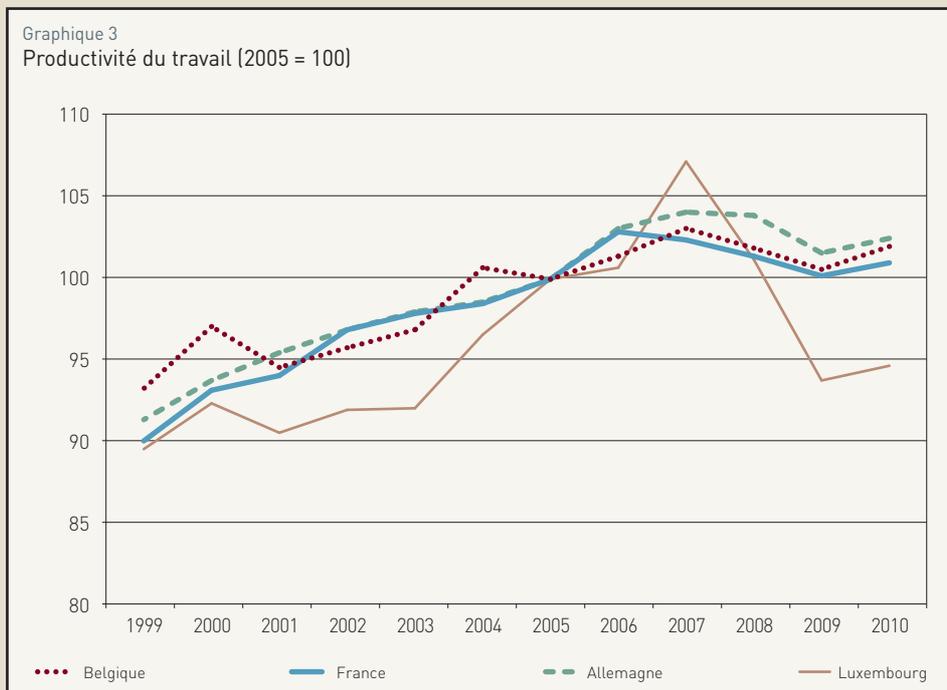
Des faits troublants sont observables entre le marché du travail et la croissance économique. L'emploi semble en effet évoluer plus favorablement que ne le suggèrent les séries relatives à l'activité économique. Il a continué d'augmenter au cours de l'essentiel de la période 2008-2011, alors que le PIB reculait de façon marquée au cours de la même période, avec à la clef une chute de la productivité apparente du travail (c'est-à-dire du ratio PIB sur nombre de travailleurs). Or les chiffres sur l'emploi sont normalement plus faciles à mesurer que les données de la comptabilité nationale.

Bien qu'on sache que l'emploi réagit moins rapidement que le PIB, cet aspect des choses ne permet pas d'expliquer entièrement la diminution marquée du ratio PIB sur nombre de travailleurs observée au graphique 3. Il convient toutefois de rester prudent, le marché du travail au Luxembourg étant très particulier. Les entreprises recherchent en effet des travailleurs hautement qualifiés et ont des difficultés à satisfaire ce besoin. Il est donc cohérent de penser qu'elles ont tendance à vouloir conserver leurs travailleurs (thésaurisation du travail ou « labour hoarding »), même en période difficile. On pourrait s'attendre à une chute du nombre d'heures travaillées en cas de thésaurisation du travail. Cela correspond en effet à l'évolution observée en 2008 et 2009 (-0,2% et -4,1% respectivement), cette diminution ayant été suivie d'une légère remontée en 2010 (+0,4%). Une comparaison avec d'autre pays de la zone euro, effectuée au graphique 3, confirme que la chute de la productivité a été anormalement forte au Luxembourg.³

2 Dans sa note de conjoncture n° 3-2011, le Statec identifie les révisions des importations de services non-financiers et des exportations de services financiers comme la principale source des révisions du PIB

3 Par voie de conséquence, l'évolution des coûts salariaux unitaires au cours de la période 2008-2010 est encore moins favorable qu'estimée précédemment

Graphique 3
Productivité du travail (2005 = 100)



Sources : OCDE, calculs BCL

Après avoir connu un pic en 2007, où la productivité luxembourgeoise était supérieure à celle des pays voisins (du moins en base 2005 = 100), elle a très fortement chuté en 2008 et 2009. Elle a ensuite amorcé une remontée d'ampleur similaire à celle des autres pays, son niveau restant très nettement inférieur à ceux-ci. La question se pose dès lors de savoir si la productivité a réellement chuté aussi fortement, s'il s'agit d'une erreur de mesure (PIB trimestriel sous-estimé) ou d'une combinaison de ces deux facteurs.

2.6 PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE DÉCEMBRE 2011

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2011¹⁵ et ont été élaborées dans un contexte conjoncturel relativement favorable. Les comptes nationaux signalent un rebond de l'activité soutenu depuis la mi-2009 et l'économie semblait être sur le point d'émerger de la récession. Cette sortie paraissait d'autant plus probable que les indicateurs conjoncturels, tant en ce qui concerne la production que l'emploi, suggéraient une poursuite de la croissance au premier semestre 2011. Une progression du PIB réel de l'ordre de 4,0% en 2011 et une décélération induisant une croissance de 3,0% en 2012 étaient escomptées par la BCL. Le scénario se basait sur un essoufflement de la dynamique de croissance vers la mi-2011, avec une reprise graduelle par la suite. Si ce scénario de base était assez favorable, il était admis que la dynamique à moyen terme resterait en deçà de la moyenne historique, sur fond d'ajustements futurs du secteur financier aussi bien au niveau national qu'international, ces derniers pouvant affecter durablement la croissance potentielle du Luxembourg. La BCL avait toutefois mis en garde contre un excès d'optimisme, la sortie de la récession au Luxembourg n'impliquant pas la fin de la crise financière. Les turbulences sur les marchés obligataires de la zone euro constituaient un risque à la baisse pour le secteur financier, susceptible de compromettre les gains de la croissance.

15 Voir BCL, Rapport Annuel 2010, pp.52-60