

Luxembourg, le 13 décembre 2006

PRESENTATION DU BULLETIN 2006/2 DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

ZONE EURO : DECISIONS DE POLITIQUE MONETAIRE ET PROJECTIONS MACROECONOMIQUES

Le 7 décembre 2006, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de relever les taux directeurs de l'Eurosystème de 25 points de base, portant ainsi le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement à 3,50%. Cette décision contribuera à maintenir les anticipations d'inflation dans la zone euro solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Cet ancrage constitue une condition indispensable pour que la politique monétaire contribue à une croissance économique soutenable et à la création d'emplois dans la zone euro. Les taux d'intérêt de la BCE restent bas, même après cet ajustement.

Les dernières projections établies par les services de l'Eurosystème indiquent que la progression moyenne de l'IPCH s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,3% en 2006, pour se situer entre 1,5% et 2,5% en 2007 et entre 1,3% et 2,5% en 2008. Par rapport aux projections macroéconomiques publiées en septembre 2006, les intervalles de projection pour l'inflation ont été revus à la baisse pour 2006 et 2007. Des risques à la hausse continuent de peser sur les perspectives d'évolution des prix. Ces risques sont liés aux répercussions des précédentes augmentations des prix du pétrole, à de nouvelles hausses de ces prix, ainsi qu'à des relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte. Plus fondamentalement, le dynamisme de la croissance du PIB en volume, ces derniers mois, l'amélioration sur les marchés du travail et une progression des salaires plus prononcée que prévu, constituent autant de risques à la hausse pour la stabilité des prix.

Selon ces récentes projections de l'Eurosystème, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume de la zone euro devrait s'établir entre 2,5% et 2,9% en 2006, entre 1,7% et 2,7% en 2007 et entre 1,8% et 2,8% en 2008. Par rapport aux projections de

septembre 2006, les fourchettes relatives à la croissance du PIB en volume ont été revues à la hausse tant pour 2006 que pour 2007.

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

	2005	2006	2007	2008
IPCH	2,2	2,1 / 2,3	1,5 / 2,5	1,3 / 2,5
PIB réel	1,5	2,5 / 2,9	1,7 / 2,7	1,8 / 2,8
Consommation privée	1,4	1,8 / 2,2	1,3 / 2,3	1,2 / 2,8
Consommation publique	1,3	1,4 / 2,6	0,5 / 1,5	0,8 / 1,8
Formation brute de capital fixe	2,7	4,4 / 5,4	2,5 / 5,5	1,8 / 5,0
Exportations de biens et de services	4,6	6,6 / 9,4	4,2 / 7,4	4,2 / 7,5
Importations de biens et de services	5,5	6,7 / 9,3	3,9 / 7,3	4,0 / 7,4

Source : *Eurosystème*

LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

L'industrie

On note que l'évolution de la production industrielle par jour ouvrable, bien que supérieure à celle de l'année 2005 quand elle a progressé de 0,2%, est modeste avec une croissance tout juste inférieure à 2%.

Tableau 2 *Indicateurs d'activité dans l'industrie (en taux de variation annuel)*

	2004	2005	2006-9 mois	2005-T4	2006-T1	2006-T2	2006-T3
Chiffre d'affaires	20,8	2,2	13,5	5,2	14,7	14,8	11,0
Production du mois	4,5	0,5	1,9	1,9	5,5	1,0	-1,1
Production par jour ouvrable	3,9	0,2	1,8	1,8	5,1	0,8	-0,8
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	4,0	3,6	-0,7	2,3	1,5	-1,2	-2,7
Biens intermédiaires (ppjo)	4,8	-0,5	6,1	4,4	6,4	7,5	4,3
Biens d'équipement (ppjo)	4,9	11,5	-1,9	9,1	3,5	0,4	-9,0
Energie (ppjo)	1,2	-0,7	1,3	-4,0	5,0	0,8	-5,5

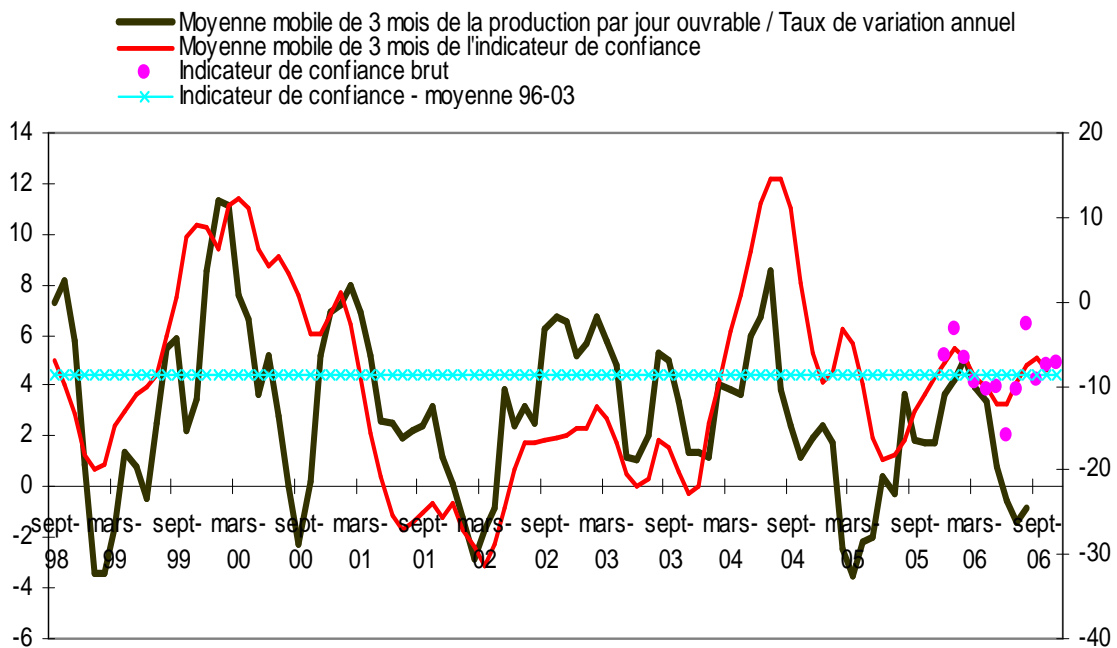
Source : STATEC

L'évolution de la production industrielle paraît surprenante à l'aune des résultats des enquêtes de conjoncture. En effet, un déphasage entre, d'une part, l'indicateur de confiance, qui est censé traduire une vue synthétique des enquêtes d'opinion mensuelles et, d'autre part, la production industrielle peut être observé. En 2006, l'indicateur de confiance a caracolé autour de sa moyenne historique signalant ainsi une poursuite, voire même une légère hausse, de la trajectoire de croissance de la production observée depuis le début de l'année. La variation effective de la production industrielle a par contre emprunté la direction opposée et a été orientée à

la baisse.

Les enquêtes de conjoncture trimestrielles, disponibles jusqu'en octobre, confirment les résultats du mois de juillet et elles confèrent également une image nettement plus positive de la situation conjoncturelle que ne l'indiquent à l'heure actuelle les enquêtes statistiques. Deux indicateurs, à savoir la durée de production assurée, à 3,7 mois et le degré d'utilisation des capacités de production, à 87%, s'établissent à des niveaux historiquement élevés. Le pourcentage d'entreprises citant une insuffisance de demande comme facteur limitant la production demeure à son tour inchangé et à un niveau relativement bas. Par conséquent, les résultats des enquêtes d'opinion mensuelles et trimestrielles sont de bon augure pour la fin de l'année 2006 et le début 2007 et préfigurent un rebond de la croissance de la production industrielle.

Graphique 1 *Indicateur de confiance et production industrielle¹*



Source : STATEC, calculs BCL

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

La construction

A l'instar du secteur de l'industrie, la construction connaît une légère accélération du rythme de croissance. Le chiffre d'affaires et la production par jour ouvrable progressent de respectivement 4,4% et de 1,4% lors des neuf premiers mois de 2006 contre des variations moyennes de respectivement 3,1% et de -0,4% en 2005.

En ce qui concerne les différentes branches, après deux années consécutives de baisses du niveau d'activité, il semble que la dégradation dans le génie civil ait pris fin et que la situation se soit stabilisée. La branche du bâtiment profite toujours d'un environnement porteur et connaît une croissance annuelle de 1,4% selon l'indicateur de la production par jour ouvrable. Cette tendance favorable devrait se prolonger également sur le reste de l'année et au-delà, bien qu'on ne puisse vraisemblablement pas s'attendre à une nouvelle phase d'accélération de la production. Lors du premier semestre, les autorisations de bâtir relatives aux logements s'établissent à peu près au même niveau que celui observé en 2005, année durant laquelle le niveau était de 40% supérieur à la moyenne des 6 années précédentes.

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

	2004	2005	2006-9 mois	T4-05	T1-06	T2-06	T3-06
Chiffre d'affaires - Total	-1,1	3,1	4,4	10,7	-4,1	3,1	13,3
Production par jour ouvrable -Total	-1,3	-0,4	1,4	4,0	1,9	1,3	1,1
Production par jour ouvrable - Bâtiment	2,9	1,5	1,4	4,1	2,1	1,6	0,6
Production par jour ouvrable -Génie civil	-14,3	-7,4	1,2	5,4	1,0	-0,2	3,0
Permis de bâtir ²	18,2	21,3	-	64,8	7,4	-10,9	-
Crédits au logement ³	5,7	16,6	-	12,5	22,5	3,9	
Taux hypothécaires	3,4	3,5	3,8	3,6	3,7	3,8	4,0

Source : STATEC

² Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

³ Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

Le commerce et les autres secteurs

Les différentes branches du commerce présentent un bilan globalement positif en 2006.

Au cours du premier semestre, on observe notamment une accélération des ventes dans le commerce de gros et le commerce de détail par rapport à la moyenne de 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. Cette embellie pourrait surprendre dans un contexte de confiance morose telle qu'affichée par les consommateurs dans les enquêtes de conjoncture. Mais, l'accélération des dépenses de consommation des ménages est sans doute davantage liée à la progression du revenu salarial dans le contexte de l'amélioration sur le front de l'emploi et de la hausse des salaires.

En ce qui concerne l'hôtellerie et les restaurants, ceux-ci affichent une décélération de leur niveau d'activité au premier trimestre 2006. A priori, cette évolution n'est pourtant guère défavorable. En effet, étant donné la base de comparaison relativement élevée – au cours du premier semestre 2005, le volume des affaires était affecté positivement par un élément exceptionnel, à savoir la présidence de l'Union européenne assumée par le Luxembourg – on aurait pu s'attendre à un léger recul du chiffre d'affaires.

Les immatriculations de voitures témoignent pour leur part également d'un comportement de consommation robuste des ménages. Après une année de stagnation en 2005, elles progressent en moyenne de 4,0% lors des neuf premiers mois de 2006 par rapport à la même période de l'année précédente.

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

	2004	2005	2005-T4	2006-T1	2006-T2	2006-T3
Immatriculations de voitures	10,0	1,6	-3,2	-2,7	15,5	-0,8
Commerce de gros	5,1	5,7	4,8	7,7	8,3	
Commerce de détail	4,4	3,0	1,3	3,9	6,4	
Hôtels et restaurants	2,2	4,7	5,4	2,4	1,7	

Source : STATEC

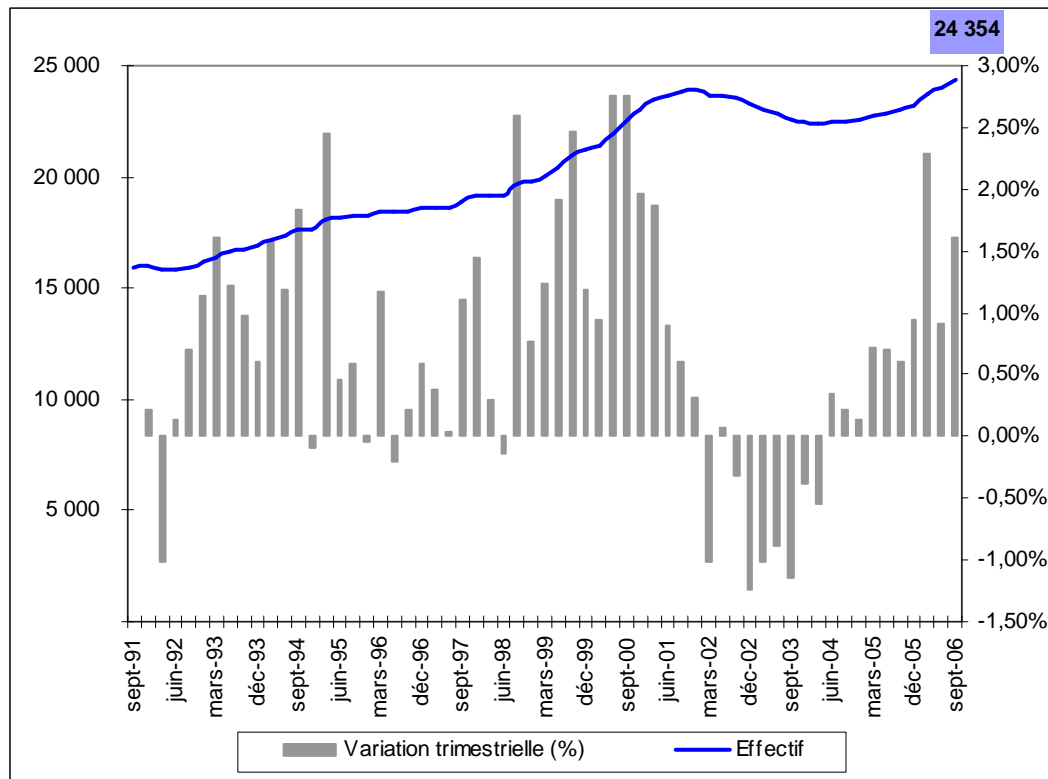
Le secteur financier

L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

L'emploi dans le secteur bancaire

L'effectif du secteur bancaire s'est établi à 24 354 emplois au 30 septembre 2006, contre 23 970 emplois au 30 juin 2006, ce qui représente une hausse de 384 emplois (+1,60%). Sur un an, cette hausse atteint 5,85%, soit une création nette de 1 347 emplois. D'une manière générale, le secteur bancaire luxembourgeois est créateur net d'emplois de façon ininterrompue depuis le premier trimestre 2004, avec, comme l'illustre le graphique ci-dessous, une hausse sensible du rythme de créations au cours des trimestres récents. Il semble que cette situation de croissance au Luxembourg puisse être considérée comme pérenne à moyen terme dans la mesure où, selon une récente étude menée au Luxembourg par un cabinet de Conseil, 29% des Directeurs Financiers consultés envisagent d'agrandir leurs équipes.

Graphique 2 Evolution de l'emploi dans les établissements de crédits



Source : BCL

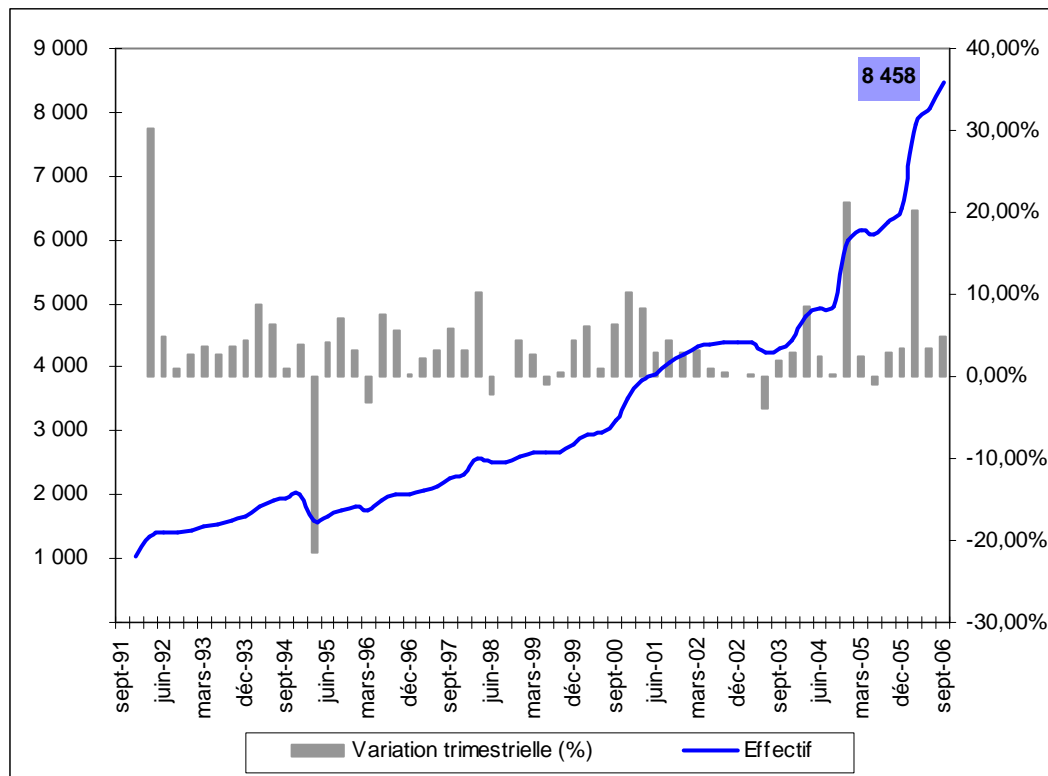
Cette dynamique de créations d'emplois s'explique essentiellement par la croissance continue de l'activité des banques, elle-même liée au regain de confiance des investisseurs dans les produits financiers. Parallèlement, les capitaux disponibles pour l'épargne ont progressé de manière importante dans certaines régions du monde, à l'image de la Russie ou du Moyen-Orient, ce qui dynamise les activités de gestions d'actifs de tiers, spécialité de nombreuses banques présentes sur la place luxembourgeoise: Ainsi, 16% de la hausse de 384 emplois observée entre juin et septembre 2006 est le fruit d'une entité, filiale d'un acteur majeur de la place, créée au début de l'année 2006 afin de répondre au développement de ce type d'activités.

L'emploi dans le secteur des professionnels du secteur financier

L'effectif des professionnels du secteur financier s'est établi à 8 458 emplois au 30

septembre 2006, ce qui représente une hausse annuelle de 34%. Cette évolution est largement le fruit des nouveaux agréments intervenus au cours de cette période, de sorte que ce phénomène explique près d'un emploi sur trois créé dans ce secteur au cours du troisième trimestre 2006.

Graphique 3 Evolution de l'emploi dans les PSF



Source : CSSF

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

La persistance du climat favorable sur les marchés financiers et des perspectives économiques plus favorables ont soutenu le regain de confiance des investisseurs, favorisant les investissements sur les marchés des actifs financiers. Ces évolutions ont stimulé l'activité bancaire, non seulement par la hausse du volume d'activités dans le domaine des crédits, mais également en ce qui concerne le volume d'activités boursières, pour lesquelles les banques interviennent en tant qu'intermédiaires pour le compte de leurs clients.

Ainsi, le résultat brut, couvrant l'ensemble des revenus bancaires, augmente de 29,8% alors que le résultat avant provisions et impôts progresse de 47,1% par rapport au 30 septembre 2005.

La marge sur intérêt est quant à elle en progression de 12,8%, ce qui reflète essentiellement la progression du volume d'affaires.

Le résultat hors intérêts a surtout été marqué par une hausse du solde net sur commissions et par une hausse des revenus nets sur divers. Le solde sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et par les fonds d'investissements a bénéficié des conditions favorables prévalant sur les marchés financiers et en particulier du regain considérable de l'activité boursière. La progression de 17,7% des commissions est liée à une hausse continue de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques. La valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC s'est établie à un nouveau niveau record de 1 733 milliards d'euros fin septembre 2006. Il reste à remarquer la hausse importante des revenus nets sur divers (+357,6%) qui s'explique essentiellement par deux plus-values à caractère non récurrent.

La croissance des activités se répercute également du côté des dépenses où les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) affichent une hausse de 9,9%. Cette hausse est majoritairement (61,9%) imputable aux frais de personnel, qui ont progressé suite à des augmentations salariales et une progression de l'emploi dans les établissements de crédit de l'ordre de 1 347 (+5,9%) unités entre septembre 2005 et septembre 2006.

Tableau 4 *Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois* ^{1) 2)}

		2005 / 09	2006 / 09	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	25 274	35 235	39,4	9 961
2	Intérêts bonifiés	22 341	31 926	42,9	9 585
3	Marge sur intérêt (1-2)	2 933	3 309	12,8	376
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	313	207	-33,9	-106
5	sur commissions	2 357	2 775	17,7	418
6	sur opérations de change	237	344	45,1	107
7	sur divers	288	1 318	357,6	1 030
8	Revenus nets (4+5+6+7)	3 195	4 644	45,4	1 449
9	Résultat brut (3+8)	6 128	7 953	29,8	1 825
10	Frais de personnel	1 432	1 585	10,7	153
11	Frais d'exploitation	1 052	1 146	8,9	94
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 484	2 731	9,9	247
13	Impôts divers, taxes et redevances	27	28	3,7	1
14	Amortissements sur immobilisé non financier	201	170	-15,4	-31
15	Résultats avant provisions (9-12- 13-14)	3 416	5 024	47,1	1 608

Source : BCL

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

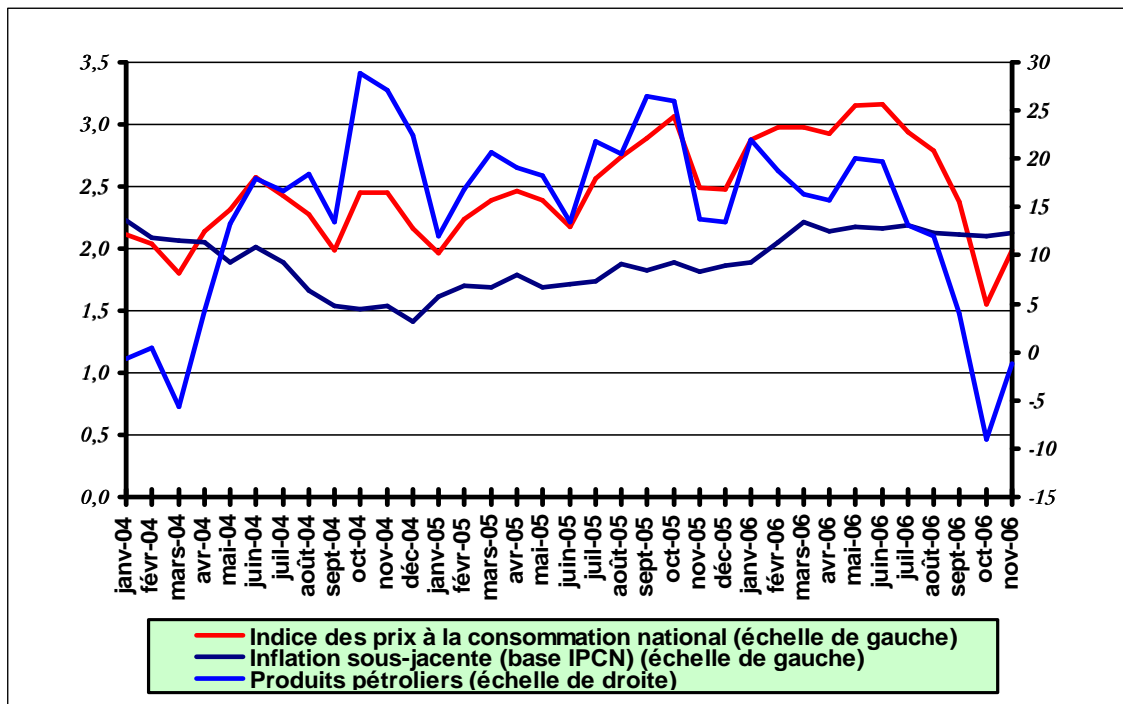
Prix à la consommation

Un recul de l'inflation a été observé au Luxembourg entre juillet et octobre 2006. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) est ainsi graduellement revenu à 1,5% en octobre, soit le niveau le plus bas depuis août 1999, après avoir atteint son point culminant de 3,2% en juin 2006. Cette récente modération de l'inflation s'explique essentiellement par la baisse des prix des produits pétroliers et par des effets de base relatifs à ces prix. En effet, le rythme annuel de progression des prix des produits pétroliers a reculé de 28,7 points de pourcentage depuis juin, pour afficher -9% en octobre. Le mois de novembre a cependant été caractérisé par l'augmentation de l'inflation à 2,0%.

La tendance à la hausse observée depuis début 2005 du rythme annuel de l'inflation sous-jacente s'est interrompue, comme en témoigne un taux inchangé depuis août à 2,1%. L'inflation des prix des services s'est atténuée au cours de la période récente, revenant du pic de 3,3% enregistré en mai 2006 à 2,7% et 2,6%, respectivement en octobre et novembre 2006.

Une cote d'échéance de l'échelle mobile des salaires et des traitements a été dépassée en juillet 2006. La loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile a reporté au 1^{er} décembre 2006 la hausse des salaires, des traitements et des pensions.

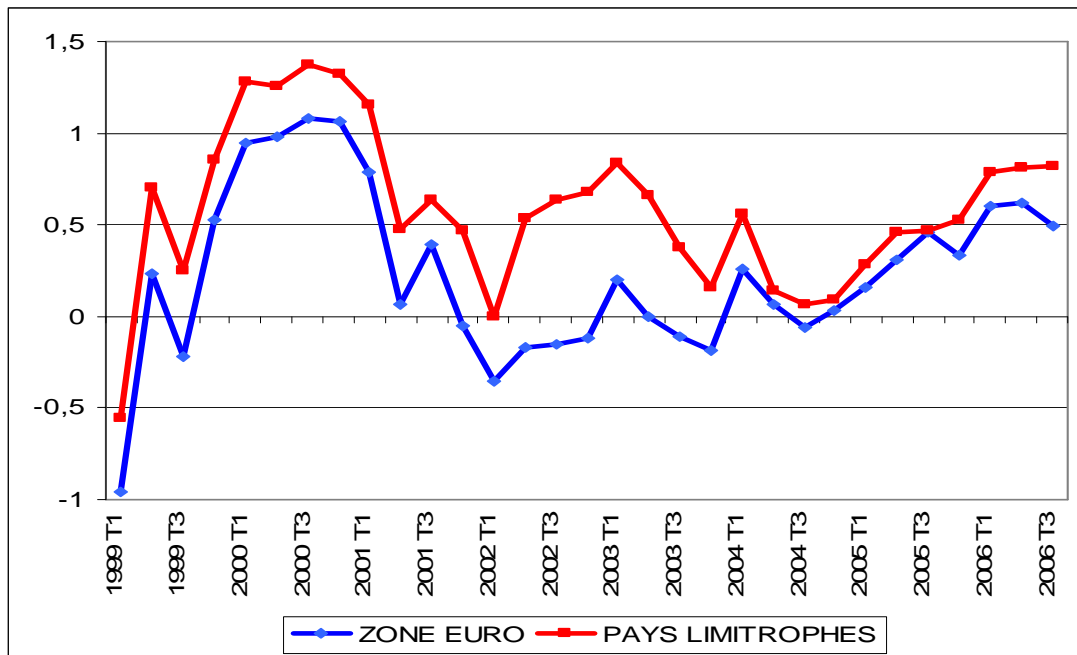
Graphique 4 *Inflation et produits pétroliers (taux de variation annuel)*



Source : STATEC

Le graphique suivant indique que les différentiels d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes sont demeurés défavorables au Luxembourg au cours de la période récente. De fait, les écarts d'inflation par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes ont atteint respectivement 0,50 et 0,82 point de pourcentage au troisième trimestre 2006. Sur la période décembre 1998-octobre 2006, la hausse de l'IPCN du Luxembourg a été de 20,1%, tandis que les IPCH de la zone euro et des pays limitrophes ont progressé respectivement de 17,9% et de 14,8%.

Graphique 5 Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)



Source : STATEC, Eurostat, calculs BCL

Projections macroéconomiques

Sur base, d'une part, des estimations pour 2005, de l'évolution conjoncturelle récente et finalement du scénario macroéconomique mondial et de la zone euro, la croissance économique s'accélérait en 2006 par rapport à 2005. Nous avons revu à la hausse les projections de croissance pour l'année 2006, qui s'établissent désormais dans une fourchette allant de 5,0% à 5,6%. Le ralentissement de la demande internationale, prévu pour 2007, laisserait présager une baisse de la croissance économique en 2007. Malgré ce fléchissement, la croissance du PIB en volume du Luxembourg devrait s'établir entre 3,7% et 4,7% en 2007 et entre 3,8% et 4,8% en 2008.

En écho au renforcement de la croissance économique, les projections d'emploi et de chômage sont plus optimistes que celles présentées en juin 2006. La progression annuelle de l'emploi total repose en effet désormais sur une base sectorielle plus large compte tenu de la reprise observée des créations d'emplois dans l'industrie qui s'ajoute au dynamisme de l'emploi observé dans le secteur financier et des services

plus généralement. La progression de l'emploi devrait ensuite ralentir dans le sillage du sentier de croissance projeté du PIB.

Cependant, en dépit de ces perspectives d'évolutions de l'emploi, le taux de chômage au sens «strict» demeure en augmentation tendancielle. Il pourrait encore augmenter sur l'horizon de projection: D'une part, une partie des personnes touchées par la vague de licenciements annoncés lors de la fermeture de plusieurs usines ou sites de production au premier trimestre 2006 ne devrait être comptabilisée dans les statistiques du chômage qu'à la fin de l'année 2006 et d'autre part, les nouveaux emplois créés pourraient continuer à être majoritairement occupés par des travailleurs non-résidents. Dès lors, le taux de chômage strict au Luxembourg pourrait avoisiner quelque 4,8% en 2008.

Selon les dernières projections de la BCL pour le Luxembourg, l'inflation mesurée par l'IPCN s'établirait, en moyenne, à 2,7% en 2006 et à 2,0% en 2007 et 2008. Le profil plat de l'inflation en 2007 et 2008 repose sur les facteurs suivants. La baisse du chômage qui se fait attendre et les mesures retenues lors des négociations de la Tripartite, devraient empêcher un dérapage des salaires. De plus, le scénario de base pour la zone euro ne prévoit pas de surchauffe des capacités de production. Dès lors, l'inflation importée devrait rester contenue. Sur base de ces projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévu pour la fin de l'année 2007. Etant donné l'évolution anticipée du prix du pétrole à un niveau en moyenne supérieur à 63 dollars le baril, la hausse automatique des salaires serait reportée au 1er mars 2008, conformément à la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires.

Ces projections macro-économiques dessinent donc des évolutions favorables tant en matière de croissance, qui tournerait à son potentiel, qu'en matière d'inflation, qui s'approcherait enfin de celle dans la zone euro, mais non en matière de chômage qui resterait orienté à la hausse, justifiant de ce fait l'adoption de mesures structurelles.

Tableau 5 *Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à juin 2006 (en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)*

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

Source : BCL

Finances publiques

Le solde de l'ensemble des administrations publiques estimé par la BCL pour 2007 serait pratiquement égal au solde correspondant figurant au projet de budget, en dépit d'une correction opérée par la BCL en ce qui concerne les recettes de TVA, de diverses réestimations à la hausse des dépenses et de la prise en compte de l'affectation des recettes Arcelor/Mittal. Cet état de fait s'explique en premier lieu par la prudence qui a présidé à l'estimation des recettes dans le projet de budget, cette estimation ayant été revue à la hausse par la BCL à la lumière de l'évolution escomptée de l'activité économique et du dynamisme des marchés financiers. Le déficit des administrations publiques fléchirait quelque peu en 2008, car les achats de terrains effectués en 2007 au moyen du produit de l'échange d'actions Arcelor/Mittal constituent des opérations non récurrentes, qui ne viendront par conséquent pas grever le compte 2008 des administrations publiques. De surcroît, les administrations publiques devraient continuer à bénéficier d'une conjoncture favorable en 2008.

Tableau 6 *La situation des finances publiques luxembourgeoises : projections d'automne de la BCL (novembre 2006 ; pourcentages du PIB)*

	2003	2004	2005	2006 ^e	2007 ^p	2008 ^p
Ensemble des administrations publiques						
Recettes totales	42,8	42,2	42,4	42,0	42,2	42,1
Dépenses totales	42,5	43,3	43,4	43,3	43,1	42,7
Déficit (-) ou surplus (+)	0,3	-1,1	-1,0	-1,3	-1,0	-0,6
Solde apuré de la conjoncture	0,1	-0,9	-0,7	-1,1	-0,8	-0,7
Soldes effectifs des sous-secteurs						
Etat central	-1,5	-2,5	-2,3	-2,7	-2,6	-2,2
Communes	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Sécurité sociale	1,8	1,6	1,5	1,6	1,8	1,8
Solde ensemble des administrations publiques, programme de stabilité						
8ème actualisation	2,1	0,3	-1,1	-1,5	-0,9	-0,4

Sources : Projet de budget 2007, budget définitif 2006, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.

e : estimations.

p : projections.

Le solde enregistré en 2008 serait légèrement moins favorable que le solde correspondant sur lequel table la huitième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg. Les projections de soldes sur lesquelles repose le programme postulent une nette décélération de la progression des dépenses. L'actualisation prévoit d'ailleurs une augmentation du surplus de la sécurité sociale de l'ordre de 0,8% du PIB de 2005 à 2008. Ce résultat repose sur l'hypothèse d'un net ralentissement de la progression des transferts sociaux, qui paraît pourtant hors d'atteinte en l'absence de nouvelles mesures structurelles. Enfin, le programme postule une réduction du déficit de l'administration centrale de 0,5% du PIB en 2009, qui ne repose sur aucune mesure explicitement spécifiée dans l'actualisation. La sous-estimation apparente des dépenses est fort heureusement palliée par la grande prudence dont font preuve les auteurs du programme en ce qui concerne l'estimation des recettes.

La stratégie de consolidation privilégiée dans le programme est assez graduelle. Comme souligné à diverses reprises, la soutenabilité à terme des finances publiques luxembourgeoises n'est nullement assurée, de sorte que des objectifs budgétaires ambitieux s'imposent. Ce diagnostic a été amplement corroboré par la Commission européenne, comme l'indique le programme lui-même. Ce dernier traduit d'ailleurs une prise de conscience en la matière, comme l'atteste la phrase suivante : « L'effort de consolidation budgétaire devra donc être poursuivi au niveau de l'administration

centrale au-delà de l'horizon de prévision du programme de stabilité dans le but de rétablir l'équilibre budgétaire au niveau de tous les sous-secteurs de l'administration publique ». Dans la même foulée, l'actualisation se termine par une conclusion décisive du Comité de coordination tripartite : « les partenaires sociaux et le Gouvernement procéderont à la création d'un groupe de réflexion qui aura pour mission d'élaborer des propositions pour assurer la viabilité à long terme des régimes de pension et d'étudier les différentes mesures qui pourront être envisagées pour garantir cette viabilité à long terme et pour adapter le système de pensions aux évolutions liées aux changements dans le déroulement des carrières professionnelles, au vieillissement démographique et à son impact sur la durée du temps de travail à vie ». La mise en œuvre de cette conclusion essentielle revêt une importance cruciale dans le présent contexte.

*

* *

La présente édition du Bulletin de la BCL contient trois analyses et un résumé d'un cahier d'études.

La première analyse traite de la position extérieure globale du Luxembourg fin décembre 2005. La position nette du Luxembourg s'est améliorée pour s'établir à 34,4 milliards d'euros fin 2005. Cette augmentation s'explique par les flux nets de balance de paiements, les effets de valorisation s'étant compensés.

La seconde analyse porte sur l'élasticité de l'impôt sur les traitements et salaires. La méthode proposée permet d'estimer de façon précise l'impact sur l'élasticité de tout amendement à la législation fiscale, comme une révision des taux ou des barèmes d'imposition ou encore la modulation de diverses réductions ou exemptions.

La troisième contribution consiste en une analyse sur le long terme des comptes de profits et pertes des établissements de crédit au Luxembourg.

Finalement, la quatrième contribution constitue un résumé du cahier d'études intitulé

«Mesure de la production réelle et de la productivité du secteur bancaire luxembourgeois: une analyse en panel sur des données trimestrielles». L'étude montre que la productivité totale des facteurs du secteur bancaire affiche un taux de croissance élevé, quoique cyclique et volatil.