

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

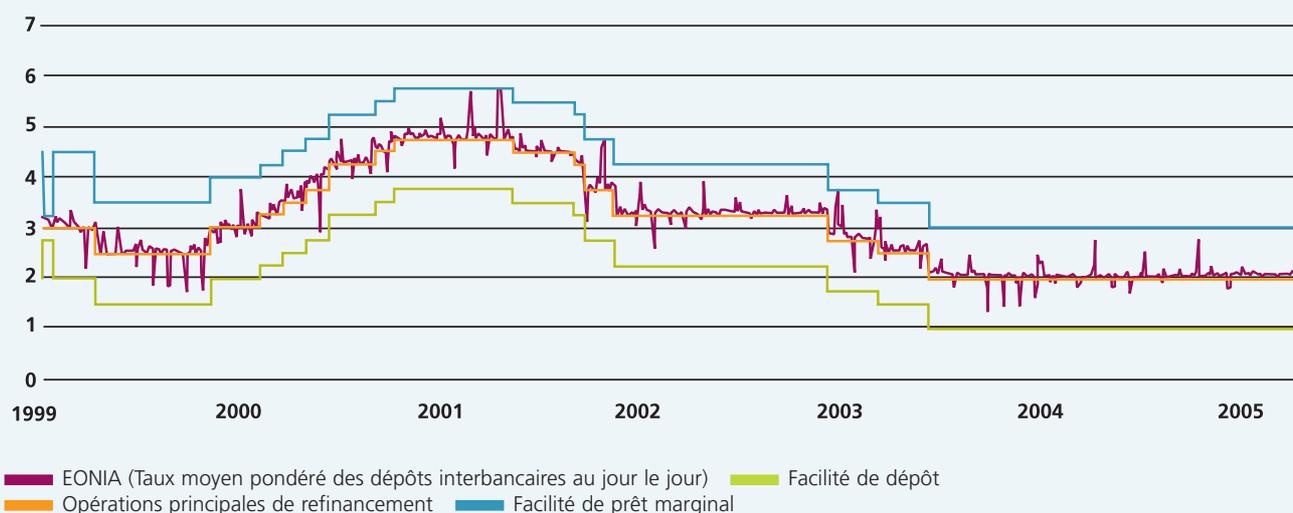
1.1 La situation économique au niveau international

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Après avoir baissé les taux directeurs à deux reprises en 2003, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a estimé, au cours de toute la période sous revue, que le niveau des taux d'intérêt demeurerait approprié pour assurer la stabilité des prix à moyen terme au sein de la zone euro.

Ainsi, le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement a été maintenu à 2%, tandis que les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été laissés inchangés, respectivement, à 1% et 3%.

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



Source : BCE, Bloomberg

Note : Pour les opérations principales de refinancement, il s'agit du taux fixe jusqu'au 28 juin 2000 et du taux de soumission minimal à partir de cette date.

Les taux d'intérêt, tant nominaux que réels, se situent à des niveaux exceptionnellement bas depuis 2003, soutenant ainsi le redressement de l'activité économique dans la zone euro. Cependant, en dépit d'une croissance mondiale considérable, la reprise est restée modérée pendant l'année sous revue et s'est ralentie aux troisième et quatrième trimestres, notamment sous l'effet de la persistance des prix élevés du pétrole.

Il convient de noter qu'il faut distinguer entre l'évolution des prix à court et à moyen terme et que l'hypothèse reste un retour de l'augmentation des prix à son niveau antérieur. En outre, l'appréciation de l'euro atténuait l'impact d'une hausse des prix des matières premières libellées en dollars, dont le pétrole, sur le niveau général des prix. L'absence d'effets de second tour et d'effets indirects jusqu'à présent permettait en plus d'éviter des tensions inflationnistes supplémentaires. La persistance de niveaux de prix élevés pour les matières premières laisse toutefois peser un risque sur cette hypothèse.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Depuis le début de 2005, le Conseil des gouverneurs n'a pas modifié son évaluation de la stabilité des prix à moyen terme malgré des risques accrus découlant surtout de l'évolution des cours du pétrole. Soutenu par la demande mondiale, le redressement de l'activité économique dans la zone euro devrait se remettre sur sa trajectoire vers le potentiel de croissance en fin de 2005.

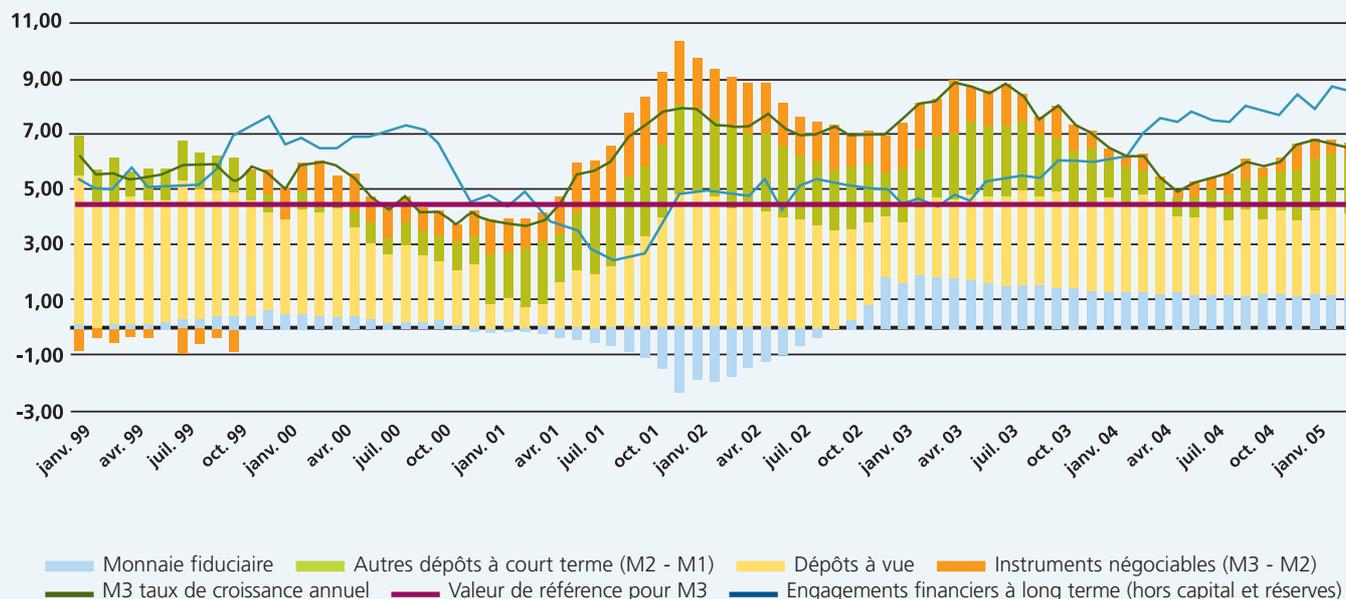
Enfin, le Conseil des gouverneurs ne cesse de souligner l'importance de politiques budgétaires soutenables et de réformes structurelles afin de renforcer la confiance des consommateurs ainsi que le relèvement du potentiel de croissance économique au sein de la zone euro. A noter que l'assainissement budgétaire et les réformes structurelles sont propices au maintien de la stabilité des prix à des taux d'intérêt relativement bas.

S'agissant de l'analyse monétaire, le taux de croissance annuel de l'agrégat large (M3) est resté supérieur au taux de référence depuis mai 2001 et la liquidité disponible dans la zone euro continue donc à dépasser le volume requis pour assurer une croissance non inflationniste. Malgré un ralentissement considérable de la croissance annuelle de M3 entamé au deuxième semestre 2003, la progression de l'agrégat large a rebondi en juin 2004 pour atteindre 6,5% en mars 2005.

Cependant, en moyenne le taux de croissance annuel de l'année sous revue était inférieur à la croissance annuelle des deux années précédentes (5,81% en 2004, contre 8,08% en 2003 et 7,25% en 2002).

L'évolution de M3 a été influencée par deux développements antagonistes. D'un côté, les taux d'intérêt historiquement bas et donc le faible coût d'opportunité de la détention d'actifs monétaires liquides qui en résulte, expliquent la persistance des taux de croissance annuels élevés de la monnaie fiduciaire et des dépôts à vue. Ce facteur est renforcé par l'évolution plus dynamique des crédits bancaires au secteur privé, et en particulier en vue de financements immobiliers. D'autre part, il y a lieu de constater que la normalisation des portefeuilles qui s'était amorcée en mi-2003 après l'atténuation des incertitudes sur les marchés financiers a continué depuis lors. Cette observation est soutenue par la décomposition de M3 qui montre une plus faible contribution des instruments négociables (M3 - M2) à la croissance annuelle de l'agrégat large, ainsi que par l'analyse des engagements financiers à plus long terme non repris dans M3 qui montre une progression plus accentuée de ces engagements.

GRAPHIQUE 2 : M3, SES COMPOSANTES ET LES ENGAGEMENTS FINANCIERS À LONG TERME



Source : BCE

L'accélération de la croissance monétaire observée depuis juin 2004 s'explique donc par l'impact des taux d'intérêt historiquement bas sur la demande des composantes les plus liquides de M3, impact qui l'a de plus en plus emporté sur l'effet modérateur du réaménagement des portefeuilles. Le bas niveau des taux d'intérêt a également alimenté la croissance des prêts au secteur privé, notamment des prêts aux ménages. La progression des crédits hypothécaires, qui a dépassé 10% sur base annuelle au 1^{er} trimestre 2005, a fortement contribué à cette évolution.

Le recoupement des analyses économique et monétaire confirme donc que l'orientation actuelle de la politique monétaire demeure compatible avec la stabilité des prix à moyen terme, bien que des risques à la hausse subsistent.

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

Tout au long de l'année sous revue, les rendements obligataires à long terme ont varié largement en fonction de l'évolution des cours du pétrole et du marché du travail aux Etats-Unis. Outre l'impact sur l'inflation, un renchérissement des prix pétroliers est normalement lié à une révision à la baisse, par les opérateurs de marché, des perspectives de croissance économique, conduisant à un ajustement des anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme.

Le lien entre les rendements obligataires à long terme et les développements sur le marché du travail est cependant moins orthodoxe. Les opérateurs de marché préoccupés par la soutenabilité de la reprise économique aux Etats-Unis, craignaient que cette reprise puisse être sans effet sur la création d'emploi. Comme la demande intérieure constitue un élément principal du redressement de l'activité économique, les données relatives à l'emploi salarié non agricole publiées par les autorités américaines ont influencé les anticipations des opérateurs de marché quant à l'évolution du taux d'intérêt à court terme. Celles-ci se sont ensuite répercutées sur les rendements des emprunts publics à long terme, d'abord aux Etats-Unis et par la suite dans la zone euro. Néanmoins, ces derniers étaient touchés en moindre mesure par les anticipations découlant de l'évolution du marché de l'emploi.

Les rendements obligataires à long terme ont largement évolué en parallèle dans la zone euro et aux Etats-Unis au long de l'année sous revue. Fin 2004, les rendements des titres publics à long terme se sont établis à des niveaux historiquement bas dans la zone euro, tandis qu'aux Etats-Unis ces rendements étaient à peu près au même niveau que fin 2003. Plus récemment, les rendements des titres publics à long terme se sont repliés jusqu'en mi-février quand ils ont rebondi pour repartir à la baisse un mois plus tard.

GRAPHIQUE 3 : LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME



Source : Bloomberg

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Lors du premier trimestre 2004, les rendements des emprunts publics à long terme continuaient la tendance baissière entamée en 2003 suite à la publication de données relatives à l'évolution du marché du travail inférieures aux attentes des opérateurs de marché. En février et en mars 2004, la publication de données macroéconomiques jugées décevantes ont exercé des pressions à la baisse supplémentaires.

Dans ce contexte, l'évolution plus favorable que prévu du marché du travail américain a entraîné à la hausse les rendements obligataires à long terme vers la fin du mois de mars 2004, principalement aux Etats-Unis. L'évolution des cours du pétrole renforçait cette hausse qui s'est poursuivie en avril, pour s'interrompre entre mi-mai et fin juin quand les perspectives d'inflation s'amélioraient après le recul temporaire des prix du pétrole.

Sur la base de nouvelles données décevantes relatives au marché du travail américain, et surtout de la persistance des prix élevés du pétrole qui renforçait les préoccupations des opérateurs de marché concernant les perspectives de croissance aussi bien dans la zone euro qu'aux Etats-Unis, une nouvelle baisse tendancielle s'est amorcée durant les premiers mois de 2005.

A partir de fin octobre 2004, les rendements des titres publics à long terme ont commencé à se découpler des deux côtés de l'Atlantique. Ce découplage découlait de la publication de données relatives à l'emploi qui ont dépassé les attentes des opérateurs de marché aux Etats-Unis, alors que dans la zone euro l'appréciation de l'euro face au dollar renforçait les craintes concernant les perspectives de croissance. Début décembre, la publication de données relatives à l'emploi déterminaient une nouvelle fois l'évolution des rendements obligataires à long terme, mais cette fois-ci les données étaient décevantes, entraînant ainsi les rendements obligataires à la baisse. En cours de mois, les déclarations du Comité fédéral de l'*open market* aux Etats-Unis exerçaient cependant un effet modérateur sur cette baisse, puisqu'il apparaissait qu'une hausse des taux directeurs américains pourrait s'effectuer plus tôt que prévu.

La baisse tendancielle des rendements obligataires à long terme a cependant continué entre décembre 2004 et mi-février 2005. Dans la zone euro, les rendements obligataires à long terme ont largement suivi l'évolution des rendements américains ; ce développement a fait chuter les rendements des titres publics à long terme de la zone euro à des niveaux historiquement bas.

Cette évolution n'est pas seulement imputable à une révision à la baisse des anticipations de croissance et d'inflation aux Etats-Unis et à des perspectives de croissance moins optimistes dans la zone euro mais pour une bonne partie à l'achat renforcé d'obligations par les investisseurs institutionnels afin de s'adapter aux nouvelles réglementations prudentielles et comptables.

Le rebond des rendements en mi-février 2005 est attribuable aux déclarations du président du Comité fédéral de l'*open market*, sur base desquelles les opérateurs de marché ont conclu que le resserrement monétaire serait plus marqué que prévu. Au mois de mars, les évolutions des rendements obligataires à long terme ont été divergentes, découlant sans doute des perspectives économiques différenciées aux Etats-Unis et dans la zone euro.

1.1.3 Les marchés boursiers

Aux Etats-Unis et dans la zone euro, les grands indices boursiers ont poursuivi la reprise entamée en 2003 après une performance mixte tout au long des huit premiers mois de l'année sous revue. La progression du Nikkei 225 fut moins importante et se poursuivait d'ailleurs dans un environnement quelque peu plus volatil. L'indice boursier japonais a progressé de 7,61% entre fin 2003 et fin 2004 (clôture à 11 488,76 points), alors que le Dow Jones EuroStoxx et le Standard and Poor's 500 ont enregistré des hausses respectives de 9,96% et 8,99% pour s'établir, à 267,41 et 1 211,92 points fin 2004. Si en règle générale les résultats des entreprises et le bas niveau des rendements des titres publics à long terme ont soutenu une reprise des cours des actions dans un contexte d'incertitude réduite tout au long de l'année écoulée, la flambée des prix du pétrole a néanmoins pesé sur ces cours, surtout au Japon où la reprise économique a été principalement tirée par le secteur exportateur.

Plus récemment, la progression du Dow Jones EuroStoxx a largement dépassé celle des deux autres principaux indices boursiers. Cette évolution résultait en majeure partie de la bonne performance des entreprises de la zone euro. Cependant, en avril quelques craintes concernant l'évolution future de l'économie mondiale et des bénéfices des entreprises sont apparues, entraînant des corrections techniques.

GRAPHIQUE 4 : LES GRANDS INDICES BOURSIERS DANS LA ZONE EURO, AUX ETATS-UNIS ET AU JAPON
(INDICE : 01/01/2004 = 100 ; DONNÉES QUOTIDIENNES)



Source : Bloomberg

Note : Indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, indice Standard & Poor's 500 pour les Etats-Unis et indice Nikkei 225 pour le Japon.

Aux Etats-Unis et dans la zone euro, les cours boursiers ont continué leur tendance à la hausse lors des deux premiers mois de l'année écoulée. Soutenue par le recul des rendements obligataires réels à long terme, cette progression s'inscrivait dans le cadre de signaux positifs relatifs aux résultats des entreprises. Pendant la même période, le Nikkei 225 progressait dans un environnement de fluctuations accrues liées aux craintes concernant l'évolution future du taux de change du yen. Alors qu'aux Etats-Unis et surtout dans la zone euro la tendance à la hausse fut interrompue en mars 2004 suite aux attentats à Madrid, le Nikkei 225 continuait d'augmenter après une courte baisse. La progression de l'indice boursier japonais découlait principalement de l'atténuation de l'incertitude concernant les exportations.

Les incertitudes liées aux attentats à Madrid se dissipant rapidement, les cours boursiers continuaient de progresser modérément suite à l'évolution des prix du pétrole et à la hausse des rendements des titres publics à long terme, notamment aux Etats-Unis. Les cours chutaient fin avril pour rebondir en mi-mai sous l'effet du recul temporaire des prix du pétrole qui continuait à soutenir les cours boursiers pour la majeure partie du mois de juin.

Cette reprise fut renforcée, aux Etats-Unis et dans la zone euro, par des révisions à la hausse des prévisions de bénéfice des entreprises. Au Japon, c'était surtout le sentiment relatif aux perspectives économiques qui soutenait la progression de l'indice boursier.

Fin juin, les cours des actions se repliaient à nouveau bien que les résultats des entreprises pour le deuxième trimestre dépassaient les attentes aux Etats-Unis et dans la zone euro. Cette baisse découlait largement de la persistance des cours élevés du pétrole et s'est prolongée jusqu'à ce que la hausse des prix pétroliers fut brièvement interrompue à la mi-août. La publication de certaines données macroéconomiques moins bonnes que prévu aux Etats-Unis constituait une source d'inquiétude supplémentaire, alors qu'au Japon l'incertitude concernant les exportations pesait à nouveau sur le Nikkei 225. La reprise du Dow Jones EuroStoxx et du Standard and Poor's 500 qui s'était amorcée au cours du mois d'août s'inscrivait d'ailleurs dans le cadre de l'atténuation des préoccupations relatives aux prévisions des résultats d'entreprises. En même temps, la baisse des rendements obligataires à long terme entamée en juin était propice à une progression des cours des actions.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Après un bref repli en septembre lié à l'évolution des prix du pétrole, les cours boursiers récupéraient à nouveau pour fléchir temporairement au cours du mois d'octobre quand les cours du pétrole atteignaient un niveau record pour l'année 2004. Soutenus par les bons résultats d'entreprises, les indices boursiers augmentaient jusqu'à la fin de l'année écoulée sous l'effet d'un recul prolongé, bien que volatil, des cours du pétrole. De plus, au Japon et dans la zone euro le bas niveau des rendements obligataires à long terme continuait d'avoir un effet favorable sur les cours boursiers.

Lors des premiers mois de 2005, la progression du Dow Jones EuroStoxx dépassait largement celle du Standard and Poor's 500 et du Nikkei 225 ; cette évolution résultait principalement de la bonne performance continue des entreprises de la zone euro. En janvier, une nouvelle hausse des prix du pétrole pesait sur les cours des actions. Cependant, dans la zone euro les données relatives aux bénéfiques des entreprises exerçaient un effet modérateur sur l'impact qui découlait de l'évolution des prix pétroliers. Sur base de fortes améliorations des résultats des entreprises, les trois indices boursiers poursuivaient ensuite leur progression et cela nonobstant leur niveau élevé et la hausse des cours du pétrole jusqu'en mi-mars. Toutefois, le nouveau sommet atteint par les prix pétroliers au mois de mars a commencé à peser sur les cours boursiers qui ont replongé, notamment aux Etats-Unis, relayés par des craintes concernant l'évolution future de l'économie et de la performance des entreprises.

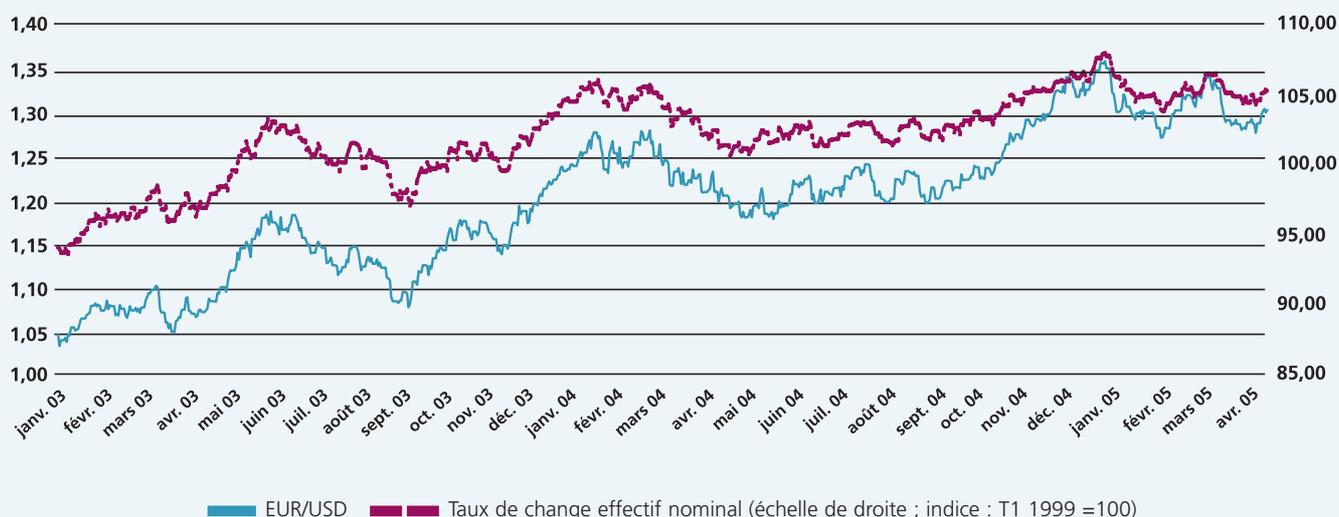
1.1.4 Les taux de change

Entre fin 2003 et fin 2004, le taux de change de l'euro s'est apprécié de 8% par rapport au dollar pour s'établir à USD 1,36. Vu le poids important de la devise américaine dans le calcul du taux de change effectif de l'euro¹, cette appréciation s'est traduite sur les taux de change effectifs nominal et réel de l'euro. Il est aussi utile de rappeler que certaines monnaies asiatiques, dont le renminbi chinois et le dollar de Hong Kong, sont ancrées au dollar. En termes de taux de change effectif nominal, l'euro s'est apprécié d'environ 2,3% en 2004 ; en termes réels, le taux de change effectif de l'euro a progressé de 1,83% en 2004 en liaison avec l'appréciation du taux de change effectif nominal.

L'évolution du taux de change de l'euro face au dollar a été assez variée en 2004 ; cependant, à partir du mois d'août, l'euro s'est clairement apprécié par rapport à la devise américaine. Dans la plupart des cas, la publication de données relatives au déficit courant américain a eu une incidence assez importante sur le taux de change du dollar.

Depuis le début de l'année en cours, des spéculations concernant une diversification des réserves de change par les banques centrales asiatiques ont joué un rôle dans l'évolution du taux de change de l'euro face au dollar.

GRAPHIQUE 5 : LE TAUX DE CHANGE DE L'EURO



Source : Bloomberg, BCE

¹ Il s'agit du taux de change de l'euro par rapport aux devises des vingt-trois principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Entre janvier et mi-octobre 2004, le taux de change effectif de l'euro a généralement évolué en parallèle avec le taux de change par rapport au dollar. La tendance haussière de l'euro vis-à-vis au dollar fut interrompue début 2004 suite à une amélioration des perspectives économiques aux Etats-Unis ; en outre, les opérateurs de marché semblaient avoir modifié leurs perceptions relatives au déficit commercial américain. En dépit de fortes fluctuations, l'euro restait généralement stable par rapport au dollar avant d'entamer une baisse prolongée en mi-février qui s'est poursuivie jusqu'en mai vu les signaux positifs liés en grande partie à l'évolution du marché de travail américain. A partir de mai, une nouvelle période de fluctuations importantes s'était amorcée, bien que ces variations s'inscrivaient dans le cadre d'une faible progression de l'euro par rapport au dollar. Les fluctuations découlaient principalement de la publication de données économiques contrastées, aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro.

A partir de la fin du mois d'août, l'euro entamait une longue période de raffermissement qui continuait jusqu'à la fin de l'année écoulée. Les décisions du Comité fédéral d'*open market* de hausser les taux à plusieurs reprises n'avaient guère d'influence sur les taux de change, ces modifications ayant été largement anticipées par les opérateurs de marché. A partir de mi-octobre l'euro s'est fortement apprécié face au dollar ; l'évolution des cours du pétrole en septembre et octobre, ainsi qu'un regain d'inquiétude relatif au financement du déficit courant américain en novembre et décembre, ont contribué à cette évolution. Cependant, en termes effectifs cette appréciation fut plus modérée ; ceci s'explique en partie par la plus faible progression de l'euro par rapport au yen (jusqu'en fin novembre), mais surtout par rapport à la livre sterling qui intervient avec un poids considérable dans le calcul du taux de change effectif de l'euro.

Début janvier 2005, l'euro s'est replié face au dollar suite à la publication d'un compte-rendu de la réunion du Comité fédéral d'*open market* qui laissait apparaître des craintes quant aux perspectives d'inflation aux Etats-Unis. La dépréciation de l'euro par rapport au dollar continuait jusqu'en mi-février, sur base d'inquiétudes en déclin concernant les déficits structurels aux Etats-Unis pour ensuite repartir à la hausse entre mi-février et mi-mars, avec la réapparition de ces craintes et avec l'apparition de spéculations quant à une éventuelle diversification des portefeuilles de réserves de change par plusieurs banques centrales asiatiques. Dans la deuxième quinzaine du mois de mars l'euro s'est à nouveau inscrit en baisse, sous l'influence d'un différentiel croissant des taux directeurs entre la zone euro et les Etats-Unis.

À partir de fin mars, l'euro a varié dans une fourchette assez étroite. Le 28 avril 2005, l'euro s'établit à USD 1,31.

Tout comme le taux de change de l'euro face au dollar, le taux de change effectif nominal s'est à nouveau inscrit en baisse à partir de janvier 2005 ; entre début janvier et fin avril 2005, ce dernier a déprécié de 2,7%. L'euro s'est donc non seulement déprécié par rapport au dollar et aux monnaies asiatiques ancrées à ce dernier, mais aussi face à plusieurs autres devises principales dont la livre sterling.

Depuis l'élargissement du 1^{er} mai 2004, les devises de six nouveaux Etats membres ont adhéré au Mécanisme de change européen II (MCE II). Le 28 juin 2004, l'Estonie, la Lituanie et la Slovaquie ont rejoint le MCE II. Les cours pivots vis-à-vis de l'euro ont été fixés à EUR/EEK 15,6466 pour la couronne estonienne, EUR/LTL 3,45280 pour le litas lituanien et EUR/SIT 239,640 pour le tolar slovène ; les trois devises ont évolué dans une fourchette très étroite depuis leur adhésion au MCE II. Le 2 mai 2005, Chypre, la Lettonie et Malte ont également intégré le MCE II. Les cours pivots de ces monnaies par rapport à l'euro ont été arrêtés à EUR/CYP 0,585274 pour la livre chypriote, EUR/LVL 0,702804 pour le lats letton et EUR/MTL 0,429300 pour la lire maltaise.

1.1.5 Les prix à la consommation

L'inflation annuelle moyenne de la zone euro, mesurée par l'IPCH, s'est élevée à 2,1% en 2004, inchangée par rapport à l'année précédente.

Les hausses inattendues du cours du pétrole et de la fiscalité indirecte (surtout sur le tabac), et des prix réglementés (notamment des soins de santé) ont constitué les principaux impacts haussiers sur les prix à la consommation. Par contre, l'appréciation de l'euro, l'atonie de la demande et la baisse du taux de progression annuel des prix des produits alimentaires non transformés - en raison des conditions météorologiques favorables - en 2004 ont contrebalancé ces tensions inflationnistes.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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

	2002	2003	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005
				janv.	févr.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	févr.	mars
IPCH Global	2,3	2,1	2,1	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1
dont																		
Biens	1,7	1,8	1,8	1,3	1,0	1,1	1,8	2,4	2,2	2,1	2,1	1,8	2,2	2,0	2,0	1,6	1,8	1,9
<i>Alimentation</i>	3,1	2,8	2,3	3,1	2,7	3,1	2,9	3,1	2,8	2,6	2,1	1,4	1,2	1,0	2,0	1,5	1,9	1,5
- Produits alimentaires non transformés	3,1	2,1	0,6	2,9	1,9	1,7	1,6	1,7	1,2	0,7	-0,2	-1,5	-1,2	-1,0	0,0	-0,6	0,7	1,3
- Produits alimentaires transformés	3,1	3,3	3,4	3,3	3,2	4,1	3,9	3,9	3,8	3,8	3,6	3,3	2,8	2,3	3,2	2,8	2,6	1,6
<i>Produits manufacturés</i>	1,0	1,2	1,6	0,4	0,2	0,1	1,2	2,1	2,0	1,8	2,1	2,0	2,7	2,5	2,0	1,7	1,8	2,1
- Produits manufacturés hors énergie	1,5	0,8	0,8	0,6	0,8	0,7	1,0	0,9	0,9	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	0,4
- Énergie	-0,6	3,0	4,5	-0,4	-2,2	-2,0	2,0	6,7	5,9	5,9	6,5	6,4	9,8	8,7	6,9	6,2	7,7	8,8
Services	3,1	2,5	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	2,5
ICPH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,5	2,0	2,1	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,2	2,0	2,0	1,9	2,1	1,7	1,6	1,6

Source : Eurostat

En ce qui concerne l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro début 2005, le rythme de progression annuel de l'IPCH est revenu à 1,9% en janvier, soit une décélération de 0,5 point de pourcentage par rapport au mois de décembre 2004. Ce recul s'explique surtout par des effets de base liés aux évolutions de la fiscalité indirecte et des prix administrés dans certains pays, mais également par les évolutions favorables du pétrole et des produits alimentaires non transformés en janvier. En revanche, le rythme annuel de progression des prix à la consommation s'est inscrit à la hausse en février et mars 2005, en raison de nouvelles tensions liées aux composantes les plus volatiles de l'IPCH, en l'occurrence l'énergie et les produits alimentaires non transformés. Ces tendances haussières s'expliquent par l'envolée des cours du pétrole et des conditions atmosphériques défavorables dans plusieurs pays de la zone euro.

L'inflation pourrait légèrement dépasser 2% sur l'ensemble de l'année ; son rythme précis sera toutefois lié dans une large mesure aux variations des cours du pétrole. Il n'y a pour le moment que peu d'indications claires concernant un éventuel affermissement des tensions inflationnistes sous-jacentes dans la zone euro. Néanmoins, des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix demeurent. Il y a lieu d'éviter des "effets de second tour" sur les salaires et les prix dans le sillage des hausses du pétrole. De plus, les anticipations d'inflation à long terme doivent faire l'objet d'un suivi vigilant puisque leur persistance à des niveaux élevés renforce les probabilités d'effets indirects.

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

L'année 2004 a été caractérisée par une croissance plus modérée qu'anticipée dans la zone euro, la progression du PIB en volume ayant été de 1,8% après 0,5% l'année précédente. Le profil de croissance de l'année a été marqué par un relatif dynamisme au premier semestre, suivi d'un tassement aux troisième et quatrième trimestres. A noter que cette trajectoire est en partie imputable à des effets statistiques opérant surtout au 4^{ème} trimestre, impliquant ainsi une révision à la hausse de la progression annuelle du PIB du premier trimestre de 2005. Dans l'ensemble, le diagnostic d'une reprise progressive intervenant dans un contexte d'incertitudes, aux niveaux tant interne qu'international, a été confirmé.

Comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses, la décélération de la croissance trimestrielle de l'activité observée entre le premier et le second semestre de 2004 s'explique par le fait que le redressement de la demande interne et en particulier celui de l'investissement ont été insuffisants pour compenser l'évolution du solde extérieur. De fait, la contribution de la demande domestique à la croissance (1,1 pp au second semestre après 0,6 pp au premier semestre) a été grevée par la contribution négative du solde extérieur (-0,7 pp au cours de la seconde partie de 2004 après une contribution positive de 0,6 pp au cours de la première partie de 2004). Le renforcement de la contribution de la demande domestique à la croissance du PIB observé en 2004 est principalement attribuable au redressement de la progression trimestrielle de la formation brute de capital (0,5% au second semestre après 0,2% au premier semestre) qui s'inscrit dans l'environnement favorable créé par la faiblesse des coûts de financement et le rétablissement des ressources financières internes des sociétés. Par ailleurs, la croissance trimestrielle de la consommation privée et celle de la consommation publique sont restées globalement stables d'un semestre à l'autre (respectivement 0,4% et 0,3% pour cette première composante de la demande interne et 0,3% et 0,4% pour la seconde).

Sur le plan extérieur, le tassement de la part contributive du solde extérieur au cours de l'année sous revue est lié au fait que la décélération significative de la progression des exportations (0,6% au second semestre après 2,2% au cours du premier semestre) s'est accompagnée d'une quasi-stabilisation de la croissance des importations (1,6% puis 1,7% au cours des deux semestres sous revue).

Le fléchissement de la demande étrangère adressée à la zone euro combiné à l'effet modérateur exercé par l'appréciation de l'euro sur la compétitivité-prix des exportateurs de la zone euro constituent les principaux facteurs explicatifs de ce ralentissement de la progression des exportations de la zone euro.

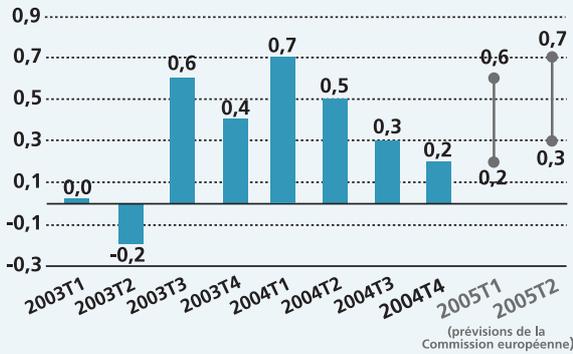
Dans une optique prospective, le principal scénario de base d'une reprise retenu par la Commission européenne, l'OCDE et l'Eurosystème n'a pas fondamentalement changé, en dépit du "trou d'air" qu'a emprunté l'activité économique de la zone euro au cours du second semestre de 2004.

Les dernières projections de juin de l'Eurosystème s'inscrivent dans ce schéma de redémarrage de la croissance, tout en étant en retrait par rapport à l'exercice de projections précédent. En effet, les intervalles relatifs à la progression annuelle du PIB sur l'horizon couvert par les projections ont été rabaisés, s'établissant désormais dans des fourchettes de 1,1% et 1,7% pour 2005 et de 1,5% et 2,5% pour 2006. L'estimation rapide de la progression trimestrielle du PIB de la zone euro au premier trimestre de 2005 s'établit à 0,5% faisant suite à des progressions de 0,2% au troisième et quatrième trimestres de 2004. L'affaiblissement en fin 2004 et la progression en début 2005 paraissent en partie attribuable à des facteurs statistiques et compensatoires. Par conséquent, la progression trimestrielle devrait légèrement ralentir au deuxième trimestre pour ensuite rejoindre un rythme de croissance de l'ordre de 0,5% sur l'horizon de projection. Parmi les composantes de la demande domestique, la croissance annuelle de consommation privée devrait progresser graduellement en 2005 et 2006 sur la base d'une croissance du revenu disponible réel attribuable à une hausse plus soutenue de l'emploi et à une inflation moindre. La progression annuelle de la consommation publique devrait, quant à elle, demeurer modérée. La croissance annuelle de la formation brute de capital fixe devrait se situer entre 0,5% et 2,7% pour ensuite s'accélérer en 2006 sous l'influence de conditions de financement favorables, d'un niveau élevé des profits des entreprises et d'une progression plus contenue des investissements résidentiels.

La croissance des exportations et des importations devrait perdre de la vitesse au courant de 2005, pour ensuite progresser davantage. Les parts de marché à l'exportation de la zone euro devraient se rétrécir sur la base de l'appréciation antérieure de l'euro et d'une concurrence renforcée sur les marchés mondiaux. La progression des importations suivrait largement un sentier parallèle, de sorte que les exportations nettes dégageraient une contribution positive quoique faible à la croissance du PIB.

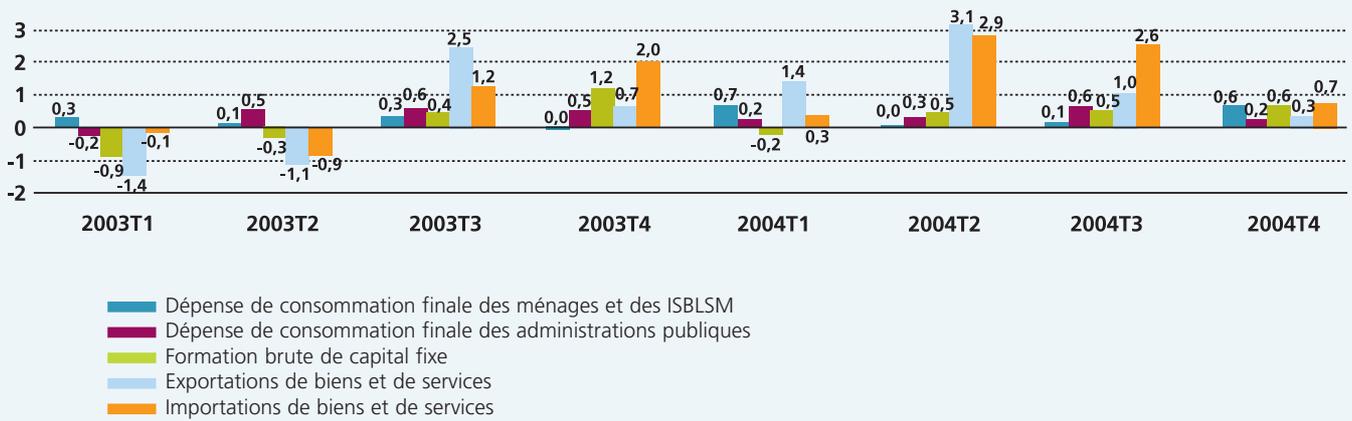
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 6 : ÉVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO (VARIATION TRIMESTRIELLE EN POURCENTAGE)



Source : Eurostat

GRAPHIQUE 7 : ÉVOLUTION DES AGRÉGATS CONSTITUTIFS DU PIB DE LA ZONE EURO (VARIATION TRIMESTRIELLE EN POURCENTAGE)



Source : Eurostat

**TABLEAU 2 : PROJECTIONS ET PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO
(VARIATIONS ANNUELLES EN POURCENTAGE, À L'ERREUR D'ARRONDI PRÈS)**

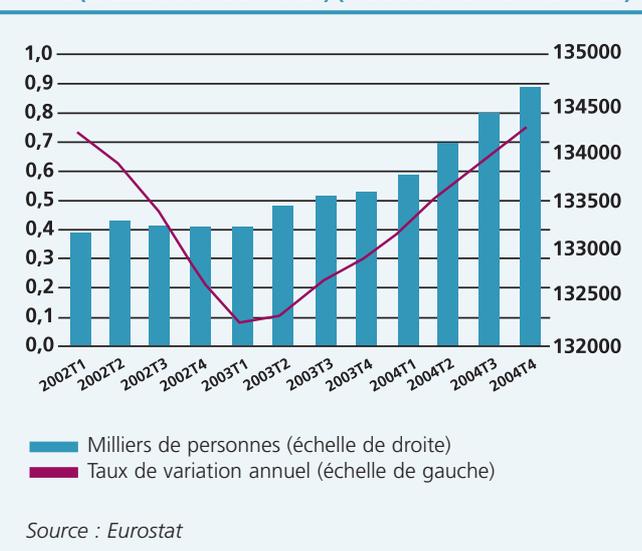
	2004	2005	2006
Prévisions de la Commission européenne			
PIB réel	2,0	1,6	2,1
Prévisions de l'OCDE			
PIB réel	1,8	1,2	2,0
Projections de l'Eurosystème (intervalles)			
PIB réel	1,8	1,1 / 1,7	1,5 / 2,5
Consommation privée	1,1	1,2 / 1,6	1,0 / 2,2
Consommation publique	1,6	0,4 / 1,4	1,1 / 2,1
Formation brute de capital fixe	1,6	0,5 / 2,7	1,9 / 5,1
Exportations de biens et de services	5,9	3,1 / 5,9	4,5 / 7,7
Importations de biens et de services	6,1	2,6 / 6,0	4,4 / 7,8

Source : Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

La situation sur le marché de l'emploi a peu évolué dans la zone euro au cours de l'année 2004, même si des signes d'une amélioration progressive peuvent être décelés. Après être resté largement inchangée en 2003, la croissance annuelle de l'emploi est redevenue modérément positive au courant de 2004. Ce processus correspond pour partie à la réaction décalée de l'emploi à l'évolution de l'activité économique, mais s'explique également par la résilience inhabituelle dont a fait preuve l'emploi (mesuré en termes de personnes employées) durant la période de ralentissement économique intervenue en 2001-2003, ce qui a réduit les besoins d'embauche à ce stade de la reprise. Alors que les évolutions du nombre de personnes employées ont été relativement stables au cours des récentes phases du cycle économique, les heures travaillées ont augmenté depuis mi-2003, reflétant les évolutions conjoncturelles de l'activité et de l'emploi.

Le taux de chômage est demeuré globalement stable en 2004 dans la zone euro à 8,8%, alors qu'il avait fortement augmenté en 2003. Même si la progression de l'emploi a recommencé à s'affermir après plusieurs années d'atonie et devrait encore se consolider en 2005, les perspectives sur le marché de l'emploi et en particulier sur le front du chômage risquent de demeurer empreintes des séquelles du ralentissement de l'activité et de la poursuite de la maîtrise des coûts pour assurer la compétitivité.

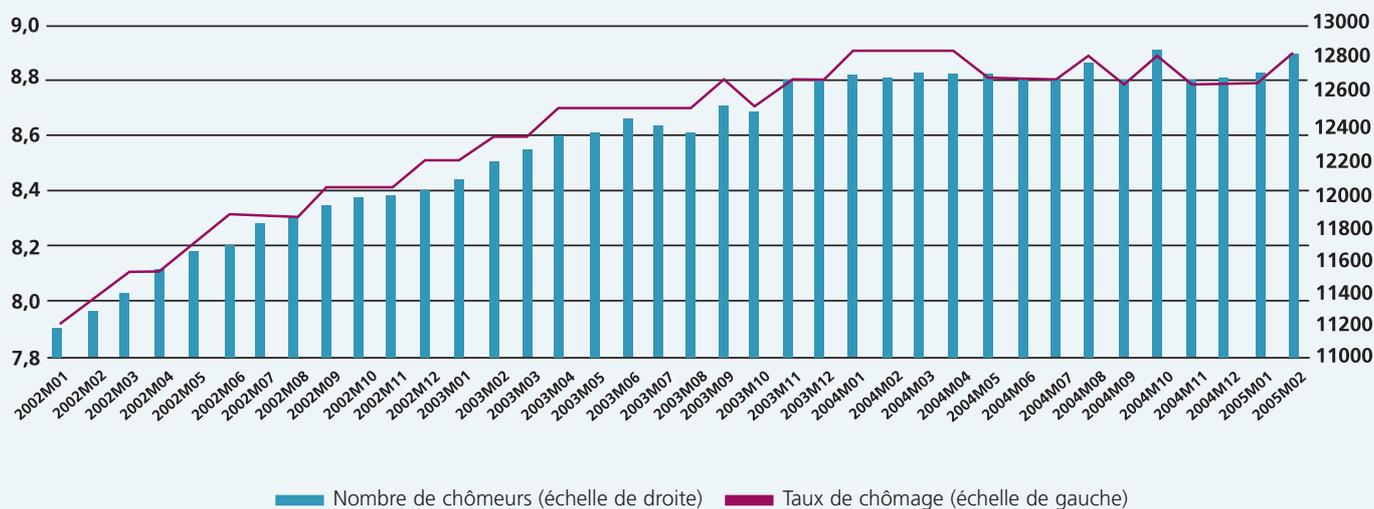
GRAPHIQUE 8 : VARIATION ANNUELLE ET NIVEAU DE L'EMPLOI TOTAL (MILLIERS DE PERSONNES) (À L'ERREUR D'ARRONDI PRÈS)



Source : Eurostat

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 9 : NOMBRE DE CHÔMEURS (MILLIERS DE PERSONNES) ET TAUX DE CHÔMAGE STANDARDISÉ¹ POUR LA ZONE EURO (EN % DE LA POPULATION ACTIVE)



¹ Le taux de chômage standardisé est calculé sur base des définitions recommandées par le Bureau International du Travail (BIT). En vertu de cette définition, seules les personnes sans travail qui ont recherché activement un emploi pendant les quatre semaines précédentes et qui sont disponibles pour commencer à travailler dans les deux semaines à venir, sont considérées comme étant au chômage et incluses dans le calcul du taux de chômage.

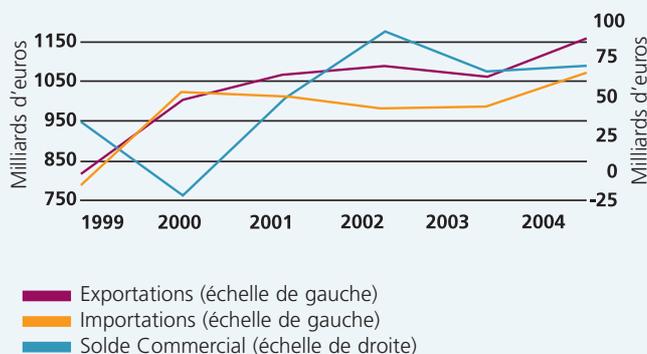
Source : Eurostat

1.1.7 Le commerce extérieur

Soutenues par la vigueur de la demande internationale, les exportations de biens de la zone euro ont atteint 1 149 milliards d'euros au cours de l'année 2004, soit une progression de 8,5% en valeur par rapport à l'année 2003. De même, sous l'effet du renchérissement du pétrole, les importations de la zone euro se sont fortement appréciées (8,7%) en 2004 pour atteindre 1 075 milliards d'euros contre 989 milliards en 2003. L'excédent du commerce extérieur de la zone euro s'est établi de ce fait à 73,7 milliards d'euros en 2004, soit une hausse de 5,7% par rapport à son niveau de 2003. Cette croissance résulte principalement de la bonne tenue des exportations en volume qui ont progressé de 8,8% contre 5,9 % pour les volumes importés.

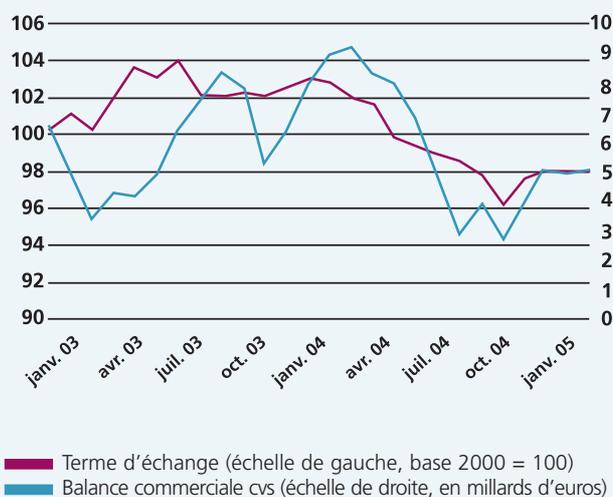
L'évolution des données mensuelles corrigées des variations saisonnières (cvs) montre toutefois que l'excédent commercial de la zone euro a diminué pendant l'ensemble du second semestre de 2004 même s'il est reparti à la hausse au cours de deux derniers mois de l'année (voir graphique). L'excédent mensuel moyen est ainsi retombé à 3,9 milliards d'euros au second semestre 2004 contre 8,3 milliards au premier semestre de 2004. Cette contraction de l'excédent commercial observée au second semestre de 2004 est allée de pair avec la détérioration des termes de l'échange sous l'effet de la hausse plus prononcée des prix des matières premières et du pétrole. Pour chacun des deux premiers mois de 2005, l'excédent commercial est d'environ 5 milliards d'euros en données cvs, affichant ainsi une amélioration qui est due toutefois à un ralentissement des importations de biens.

GRAPHIQUE 10 : ÉVOLUTIONS ANNUELLES DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO (DONNÉES BRUTES)



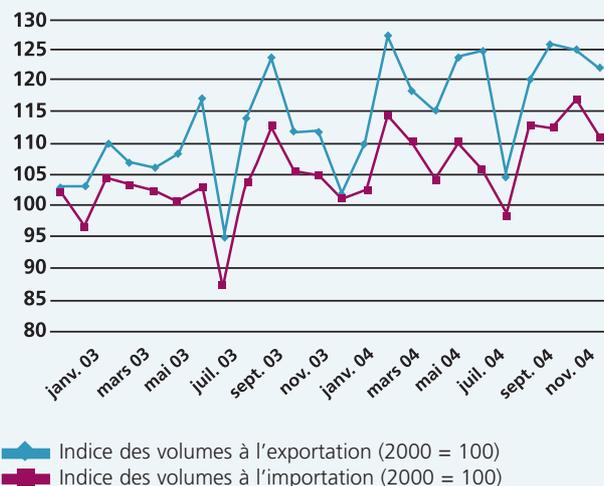
Source : Eurostat

GRAPHIQUE 11 : ÉVOLUTIONS MENSUELLES DES TERMES DE L'ÉCHANGE ET DU SURPLUS COMMERCIAL DE LA ZONE EURO (DONNÉES CORRIGÉES DES VARIATIONS SAISONNIÈRES, CVS)



Source : Eurostat

GRAPHIQUE 12 : ÉVOLUTIONS EN VOLUMES DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO



Source : Eurostat

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que la zone euro a réalisé l'excédent le plus important dans le domaine des machines et véhicules (135 milliards d'euros en 2004 contre 123 milliards en 2003). Le surplus dégagé sur les produits chimiques et connexes (près de 70 milliards) s'est également renforcé tandis que l'excédent sur les produits manufacturés classés selon la matière première (37 milliards) s'est amélioré de 4,4%. En revanche, le déficit dans le domaine des combustibles minéraux et lubrifiants (pétrole essentiellement) a atteint 137 milliards d'euros en 2004 contre 120 milliards en 2003. De même, le déficit dans les matières premières (24,6 milliards) s'est creusé davantage.

Par rapport à ses principaux partenaires commerciaux, la zone euro a dégagé les excédents les plus importants vis-à-vis du Royaume-Uni (62 milliards d'euros en 2004 contre 56 milliards en 2003), suivi par les Etats-Unis (60 milliards en 2004 contre 56 milliards en 2003), la Suisse (13 milliards en 2004), la Turquie (9 milliards) et la Pologne (8,9 milliards). Les déficits les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (+31% à 52 milliards d'euros en 2004), le Japon (20,6 milliards), la Russie (+13% à 20,5 milliards), la Norvège (18,5 milliards) et les pays membres de l'OPEP (+17% à 12,6 milliards).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

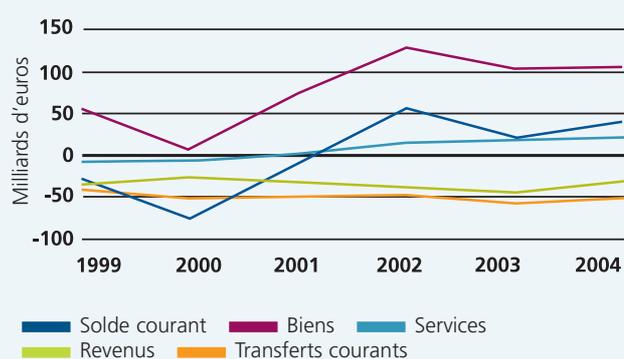
1.1.8 La balance des paiements

En 2004, les transactions courantes de la zone euro avec le reste du monde se sont soldées par un excédent de 42,3 milliards d'euros contre 21,8 milliards en 2003. Même si toutes les balances partielles se sont améliorées, ce quasi doublement de l'excédent courant résulte essentiellement d'un repli de 13 milliards d'euros au niveau du déficit des revenus et d'une amélioration de 4 milliards au niveau de l'excédent des services. En revanche, le surplus de la balance des marchandises a stagné autour de 105 milliards d'euros en 2004 étant donné que les importations et les exportations de marchandises ont augmenté presque d'un même montant (près de 90 milliards).

La résorption du déficit des revenus, qui a chuté de 29,5% à 31,6 milliards d'euros en 2004 contre 44,8 milliards l'année précédente, est attribuable à une augmentation des recettes (6%), les dépenses étant restées quasi-stables. La hausse des recettes est le résultat des taux de rendement relativement supérieurs tirés des avoirs à l'étranger (Grande-Bretagne et Etat-Unis essentiellement). Par ricochet, la quasi-stabilité des revenus versés à l'étranger est le résultat des taux d'intérêt relativement bas et stables dans la zone euro.

Les deux autres composantes du compte courant ont également contribué à son amélioration. Les services se sont ainsi soldés par un excédent en hausse de 20% à 21,7 milliards d'euros tandis que le déficit des transferts courants s'est contracté de 4% à 54 milliards.

GRAPHIQUE 13 : SOLDE DU COMPTE COURANT DE LA ZONE EURO



Source : BCE

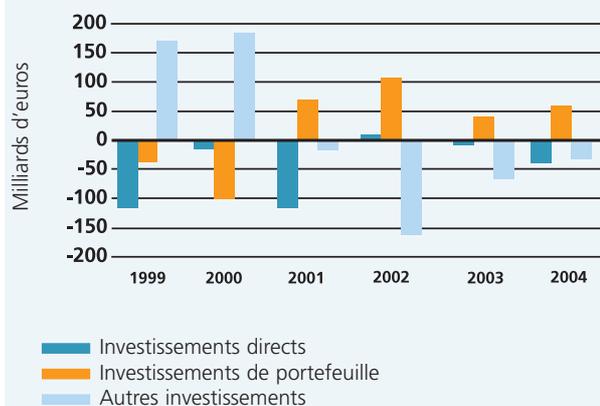
Au niveau du compte financier, les transactions de la zone euro avec le reste du monde se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 4,5 milliards d'euros sur toute l'année 2004 contre 18 milliards en 2003. Ces sorties nettes ont concerné les opérations d'investissements directs (à concurrence de 38 milliards d'euros), les produits dérivés (2,6 milliards) et les autres investissements (32 milliards). En revanche, les évolutions des investissements de portefeuille ont été caractérisées par d'importantes entrées nettes (à raison de 56 milliards d'euros) compensées largement par les sorties nettes ci-dessus.

Les entrées nettes enregistrées par les investissements de portefeuille reflètent l'engouement des non-résidents pour les actions et les obligations émises par les résidents de la zone euro dont les achats nets ont rapporté 110 milliards d'euros en 2004. La reprise de la croissance économique enregistrée par la zone euro ainsi que l'amélioration des résultats des entreprises au cours de l'année écoulée ont probablement été les principales raisons de l'attrait manifeste des actions et des obligations de la zone euro aux yeux des investisseurs étrangers. En ce qui concerne les transactions sur instruments du marché monétaire, des sorties nettes ont été enregistrées à concurrence de 53 milliards d'euros. Ces sorties se justifient par les taux d'intérêt bas dans la zone euro qui poussent les investisseurs (résidents et non-résidents), pour leurs placements à court terme, à préférer les instruments des marchés monétaires étrangers qui sont relativement mieux rémunérés.

Les sorties nettes d'investissements directs (38 milliards d'euros) s'expliquent par le fait que les entreprises de la zone euro ont continué à investir massivement dans leurs filiales étrangères (105 milliards d'euros en 2004 contre 130 milliards en 2003). En revanche, les non-résidents ont réduit presque de moitié leurs investissements dans les filiales situées dans la zone euro (67 milliards en 2004 contre 127 milliards d'euros en 2003), probablement à cause de perspectives de croissance économique défavorables dans la zone euro comparée aux autres régions du monde.

Pour toute l'année 2004, les sorties nettes enregistrées par les flux d'autres investissements (32 milliards d'euros) sont le résultat des actions des intermédiaires financiers monétaires (15,5 milliards d'euros), des administrations publiques (7,5 milliards), et des autres secteurs qui ont accru leurs créances envers les non-résidents.

GRAPHIQUE 14 : FLUX NETS DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO



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

Mesurée par l'IPCH, l'inflation du Luxembourg s'est établie à 3,2% en moyenne en 2004, soit une augmentation substantielle par rapport au taux de 2,5% enregistré en 2003.

En parallèle, la hausse de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a atteint 2,2% en moyenne en 2004, soit 0,2 point de pourcentage de plus que l'année précédente.

Cette accélération de l'inflation mesurée par l'IPCN s'explique dans une large mesure par la flambée des prix des produits pétroliers. La nouvelle appréciation de l'euro a cependant quelque peu modéré l'impact du renchérissement du pétrole sur l'inflation des prix à la consommation.

Par contre, le recul des tensions inflationnistes sous-jacentes entamé en 2002 s'est poursuivi en 2004. En effet, l'inflation sous-jacente² a affiché un rythme de croissance annuel moyen de 1,8% en 2004, contre 2,1% en 2003.

En 2004, la hausse des prix des services, s'est ralentie par rapport au rythme atteint en 2003, confirmant ainsi la tendance baissière observée depuis 2002. Cependant, le rythme annuel de progression de ces prix demeure toujours assez élevé avec 2,7% en moyenne en 2004, contre 2,9% en 2003. En outre, la contribution de la progression des prix des services au taux d'inflation global est restée pratiquement stable à quelque 1,0 point de pourcentage, ce qui représente près de la moitié du taux de progression de l'IPCN observé en 2004. A noter que l'indexation automatique des salaires d'octobre 2004 a exercé une pression à la hausse sur les prix des services. L'impact de l'indexation automatique sur la progression des salaires est resté inchangé à 2,1 points de pourcentage en 2004.

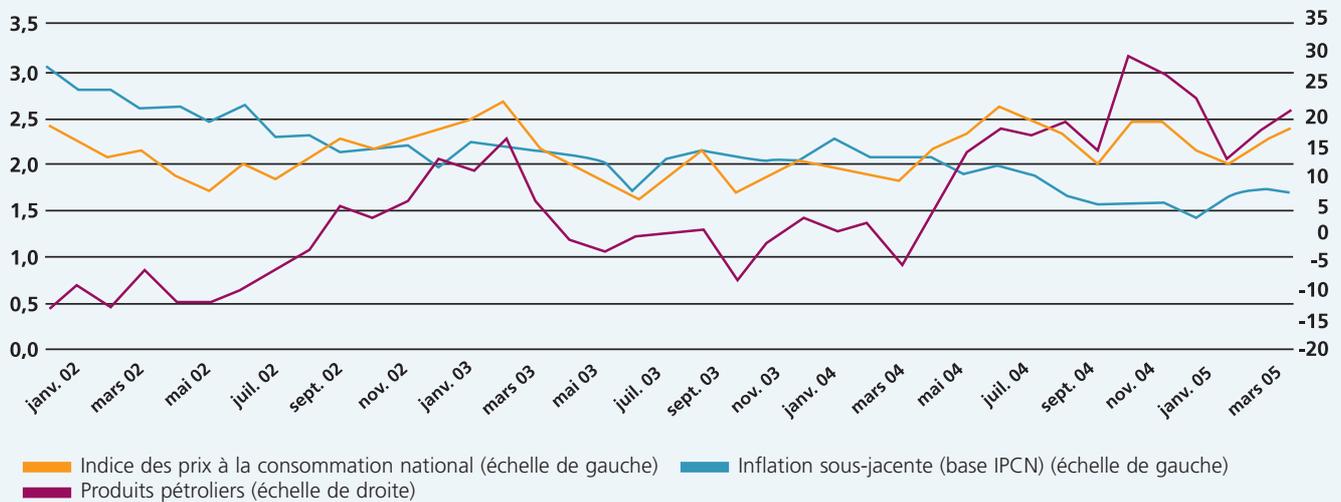
L'impact direct des mesures de politique budgétaire sur l'IPCN, essentiellement via les canaux des prix administrés (0,3 point de pourcentage), de la fiscalité indirecte (0,1 pp) et du tabac (0,1 pp) a été de 0,5 pp en 2004, soit 0,1 pp de plus qu'en 2003. A rappeler que les résultats d'une analyse détaillée publiée antérieurement par la BCL³ indiquent que la contribution des mesures budgétaires à l'inflation globale a été plus déterminante au cours de la période de 2000 à 2004 que pendant la période de 1996 à 1999.

² 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 gasoil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

³ Voir Bulletin 2004/3 de la BCL, pp. 76-81.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 15 : INFLATION ET PRODUITS PÉTROLIERS (TAUX DE VARIATION ANNUELS)



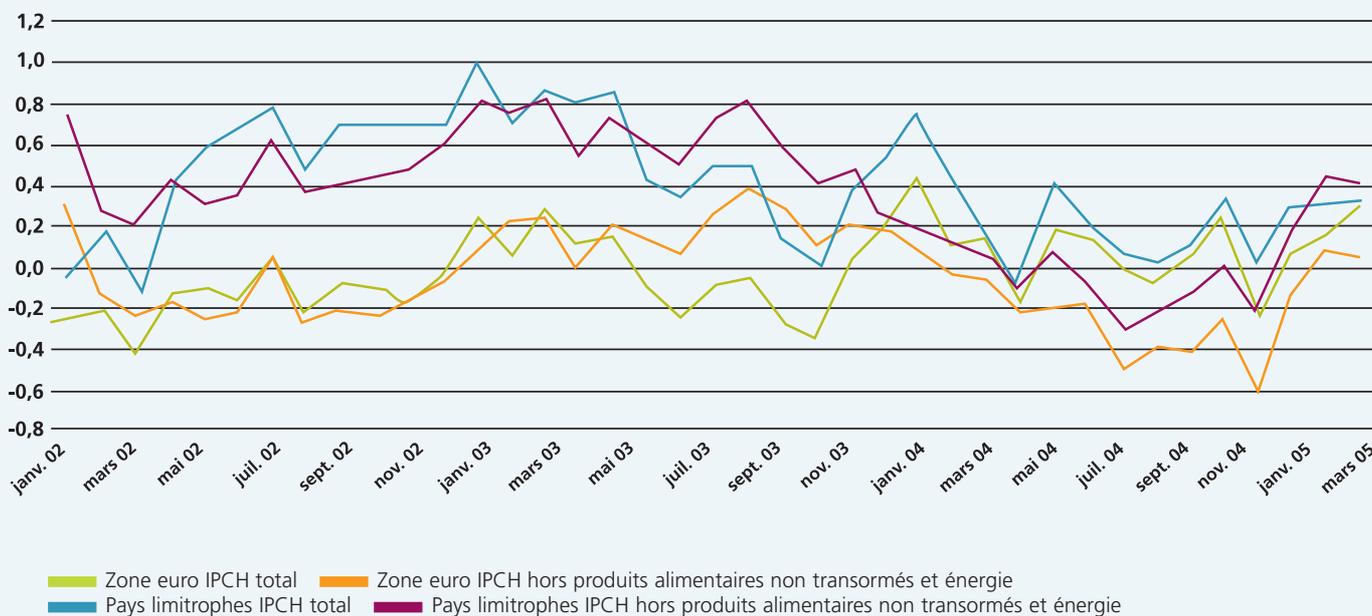
Source : STATEC

En ce qui concerne les tendances du début de l'année 2005, on note que le rythme de progression annuel de l'IPCN est passé de 2,0% en janvier à 2,4% en mars. Les produits pétroliers ont toujours constitué un important facteur inflationniste au cours des derniers mois, comme en témoignent des taux de variation annuels élevés pour cette composante de l'IPCN global (20,7% en mars 2005). Le rythme de progression annuel de l'inflation sous-jacente s'est légèrement accéléré début 2005, passant de 1,4% en décembre 2004 à 1,7% en mars 2005.

En 2004, les différentiels d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes ont, en moyenne, été plus défavorables que l'année précédente en ce qui concerne l'IPCH global. En effet, la moyenne annuelle du différentiel de l'IPCH global est passée de 0,5% à 1,1% pour la zone euro et de 1,0% à 1,2% pour les pays limitrophes. Cette détérioration résulte essentiellement de l'évolution des prix de l'énergie et du tabac. A noter que le Luxembourg a occupé en mars 2005, avec 3,5% en termes annuels, le dernier rang dans la zone euro en matière d'évolution de l'IPCH global.

Par contre, les différentiels de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie se sont, en moyenne annuelle, améliorés en 2004 par rapport à la zone euro (de 0,8% à 0,4%) et par rapport aux pays limitrophes (de 1,2% à 0,6%). Les différentiels de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés, tout comme ceux relatifs à l'IPCH global, demeurent défavorables au Luxembourg malgré cette amélioration.

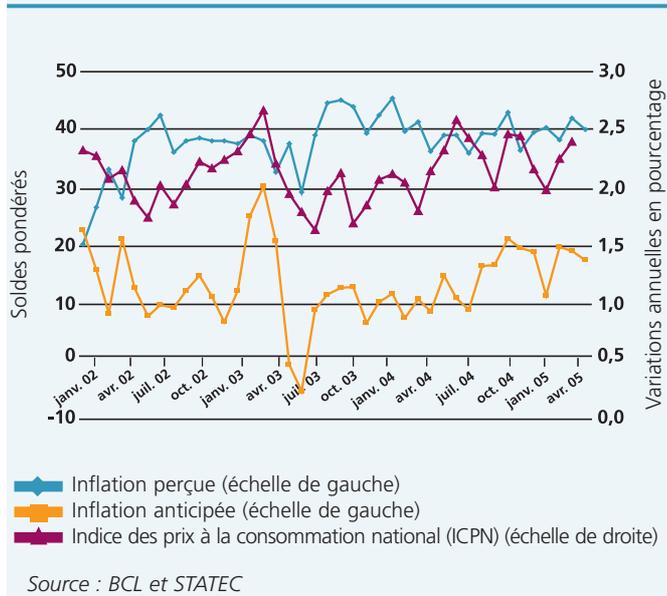
GRAPHIQUE 16 : DIFFÉRENTIELS D'INFLATION (EN POINTS DE POURCENTAGE)



Source : Eurostat, calculs BCL

Concernant les variables qualitatives relatives aux prix à la consommation recensés par l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs, l'inflation perçue a fait preuve d'une grande stabilité au cours de l'année 2004 et début 2005, alors que le profil d'évolution de l'inflation mesurée a essentiellement reflété la forte volatilité du rythme de progression des prix des produits pétroliers. Les anticipations des consommateurs relatives aux prix à la consommation se sont clairement inscrites en hausse vers la mi-2004, avant de se stabiliser à un niveau élevé (sauf en janvier 2005). Ces résultats sont illustrés par le graphique qui suit.

GRAPHIQUE 17 : INFLATION PERÇUE, ANTICIPÉE ET OBSERVÉE



Source : BCL et STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Prévisions d'inflation

Hypothèses

Fin mai, l'euro cotaait aux environs de 1,29 USD/EUR, soit un niveau inchangé par rapport aux prévisions antérieures datant de novembre 2004⁴. Le prix du Brent en dollar s'est quant à lui établi simultanément autour de 53\$/bl et les marchés à terme n'anticipent qu'une baisse marginale de ce prix jusqu'à un niveau proche de 50\$/bl en juin 2006, soit un niveau nettement supérieur aux hypothèses de l'exercice d'automne 2004. En moyenne, la révision, par rapport à l'exercice précédent, du prix du pétrole en euros sur la période de prévision (novembre 2004 à décembre 2005) se chiffre à 9%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

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

	2003	2004	2005	05-T1	05-T2	05-T3	05-T4	06-T1	06-T2
Prix du pétrole en \$	28,9	38,3	50,6	47,7	51,7	51,4	51,7	51,3	50,9
Taux de change \$/€	1,13	1,24	1,29	1,31	1,29	1,29	1,29	1,29	1,29
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-2,8	20,7	26,9	42,1	36,3	17,4	16,9	9,9	-1,3

Source : BCL

Dans son budget pour l'année 2005, le gouvernement a introduit deux mesures fiscales ayant un impact direct sur les prix de l'énergie. Il s'agit en l'occurrence d'une majoration des accises sur le diesel de 12,5€/1 000l et du relèvement du taux de TVA sur l'essence, le taux passant de 12% à 15%. Selon nos estimations, l'impact conjoint de ces mesures sur les prix à la consommation est de 0,2 pp.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les évolutions récentes correspondent assez étroitement aux attentes exprimées dans les projections d'automne 2004. Les prix des services connaissent une évolution légèrement plus favorable qu'anticipé, en raison probablement d'une évolution modérée des salaires au début de 2005.

Le scénario sous-jacent à nos projections précédentes ne nécessite d'ailleurs guère d'adaptations si ce n'est pour la mise en œuvre décalée de la mesure fiscale sur le tabac. Le budget 2005 comporte en effet une hausse du taux de TVA sur le tabac, le taux devant passer de 12% à 15%. Mais contrairement au projet initial, la mise en œuvre de cette mesure a été décalée du 1^{er} janvier au 1^{er} mai 2005 pour des raisons techniques, avec à la clef quelques modifications du profil de l'IPCH excluant l'énergie.

Outre cette mesure, il n'y a en effet pas lieu de signaler des changements particuliers qui auraient exercé un impact significatif sur l'inflation au-delà de ce qui avait déjà été incorporé dans nos projections précédentes. En ce qui concerne l'inflation importée, on note une stabilisation de l'euro par rapport au dollar. La reprise économique dans la zone euro étant très graduelle, l'écart entre la production et son niveau potentiel est encore relativement important. Les pressions inflationnistes provenant de nos pays voisins devraient en conséquence également rester limitées. Il semble aussi que le risque inflationniste induit par l'évolution des salaires ne se soit pas renforcé, de sorte que ce risque ne sera vraisemblablement pas en mesure de compromettre le scénario d'une décélération graduelle de l'inflation au sein de la zone euro. Jusqu'à présent, l'évolution du prix du pétrole ne semble guère s'être répercutée sur les prix à la consommation via le canal des salaires. La modération salariale observée dans plusieurs pays de la zone euro, et en particulier en Allemagne, constitue même un élément modérateur important pour l'évolution des prix à la consommation. A l'opposé, au Luxembourg, les effets de second tour associés à la hausse internationale des prix du pétrole et à son maintien à un niveau élevé sont évidents en raison du mécanisme de l'indexation automatique des salaires. Ces effets s'exercent principalement à travers l'impact des salaires sur les prix des services.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPCH énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCN énergie une évolution nettement défavorable sur l'horizon de projection, en particulier dans le court terme. En 2005, les taux d'inflation seraient de nouveau influencés par la hausse de la fiscalité indirecte sur les carburants, mais dans une moindre mesure qu'en 2004. L'effet positif résultant de la décade des prix du pétrole ne serait observé que vers le deuxième trimestre 2006, donc avec un décalage de deux trimestres par rapport aux projections précédentes. Comparé à l'exercice précédent, les projections ont été fortement révisées à la hausse.

⁴ Voir Bulletin BCL 2004/4, pp. 24-26.

La projection relative à l'IPCH excluant l'énergie en 2005 met en relief une inflation de l'ordre de 2,7%, ce qui constitue une légère révision à la baisse par rapport à l'exercice précédent. La révision provient de la mise en œuvre plus tardive qu'initialement escompté de la mesure fiscale sur le tabac ainsi que d'une évolution plus favorable des prix des services. Comparés aux pays voisins, les taux d'inflation afférents demeureraient relativement élevés.

Le taux d'inflation tel que mesuré par l'IPCN global s'est récemment accéléré à 2,5%. Cette tendance s'est d'ailleurs vraisemblablement poursuivie en mai. Par contre, selon le scénario sous-jacent au prix du pétrole, l'inflation annuelle globale devrait avoir culminé au deuxième trimestre 2005.

Elle devrait connaître une décélération au deuxième semestre 2005, pour s'approcher des 2% en fin d'année 2005. L'inflation moyenne devrait globalement se stabiliser à un taux légèrement supérieur à 2% et la prochaine indexation automatique des salaires est prévue pour le quatrième trimestre 2005. La décélération de l'inflation devrait s'accroître davantage au deuxième trimestre 2006 lorsque l'effet de base sur le prix du pétrole engendrerait des effets positifs.

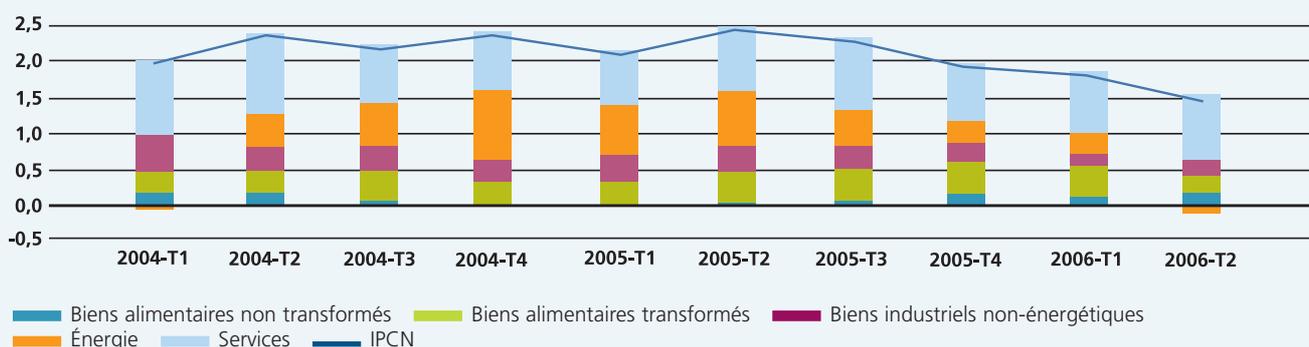
Du fait des pondérations différentes du tabac et de l'énergie, les mesures de fiscalité indirecte sur le tabac et les carburants auront un impact nettement plus important sur l'IPCH (+1,7 pp) que sur l'IPCN (+0,5 pp).

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

	2003	2004	2005	2005-1 ^{er} sem	2005-2 ^e sem	2006-1 ^{er} sem
IPCN	2,1	2,1	2,2 (+0,1)	2,3 (-)	2,2 (+0,3)	2,1
IPCH	2,6	3,2	3,5 (+0,5)	3,6 (+0,1)	3,4 (+0,9)	2,6
IPCH énergie	1,2	11,8	9,5 (+5,4)	12,3 (+3,4)	6,8 (+7,1)	1,2
IPCH ex énergie	2,7	2,5	2,7 (-0,2)	2,6 (-0,4)	2,9 (+0,1)	2,7
Impact des mesures gouvernementales ¹ sur l'IPCN, en pp	0,4	0,5	0,5 (-)	-	-	-
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,0	1,5	1,7 (+0,2)	-	-	-

¹ Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. Pour plus de détails, voir Bulletin de la BCL 2004/3, pp.76-81.
Source : BCL

GRAPHIQUE 18 : CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DE L'IPCN²



² 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.
Source : STATEC, calculs BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

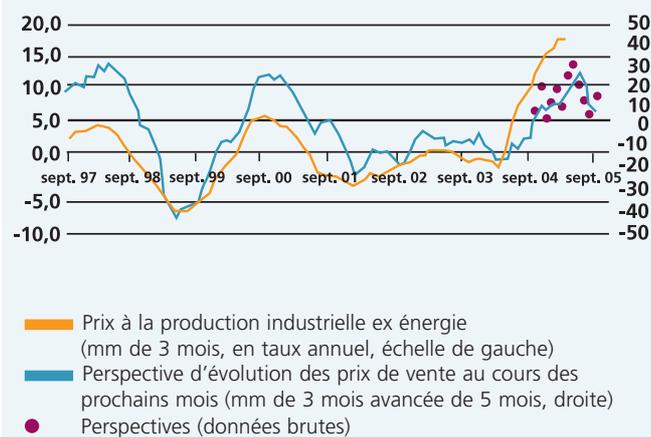
TABLEAU 5 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE (EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)

	Parts	2003	2004	04-T1	04-T2	04-T3	04-T4	05-T1
Ensemble des produits industriels	1000	1,2	9,0	0,7	7,5	3,8	3,0	1,1
Biens intermédiaires	675,9	0,8	12,8	1,1	10,4	4,9	4,2	0,9
Biens d'équipement	109,9	0,7	5,6	1,4	2,1	1,4	3,0	1,8
Biens de consommation	136,3	1,7	0,0	-0,8	1,2	0,3	-0,1	-0,1
Biens énergétiques	77,9	4,6	5,6	4,0	2,1	3,1	2,6	2,1

Source : STATEC

Les données relatives au premier trimestre 2005 témoignent d'une nouvelle hausse des prix à la production industrielle. Cette progression trimestrielle, de l'ordre de 1,1%, est surprenante alors qu'elle fait suite à une envolée des prix de 9% en moyenne lors de l'année passée. En 2004, la progression de l'indice global a été la plus importante sur les 15 dernières années. Elle est par ailleurs nettement supérieure au taux correspondant relevé dans la zone euro. Le contexte conjoncturel de la zone euro ne favorisait pourtant guère une progression aussi soutenue des prix au Luxembourg. Le paradoxe peut s'expliquer par deux évolutions. D'une part, le prix du pétrole en dollar a fortement grimpé en 2004, le prix moyen ayant progressé de 33% par rapport à l'année 2003, et a par conséquent induit une nouvelle hausse des prix à la production industrielle. D'autre part, la forte expansion de l'économie mondiale a probablement amené les entreprises à transmettre progressivement la hausse des coûts de production aux prix de vente. Selon les données disponibles, la hausse des prix serait largement imputable à la progression des prix des biens intermédiaires. Parmi ces types de biens, les prix des produits sidérurgiques se seraient singularisés par une progression très marquée, en réponse probablement de la forte demande mondiale provenant particulièrement des pays du sud-est asiatique. Par contre, la hausse des prix des biens intermédiaires et dans une moindre mesure la progression des prix des biens d'équipement ne s'est pas encore traduite par une hausse plus importante des prix des biens en aval de la chaîne de production. La hausse des prix des biens de consommation aurait stagné depuis fin 2003. Le fait que ces produits soient écoulés sur un marché géographiquement plus proche, affrontant une demande moins dynamique, pourrait expliquer cette évolution disparate.

GRAPHIQUE 19 : 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).

Source : Eurostat, BCL

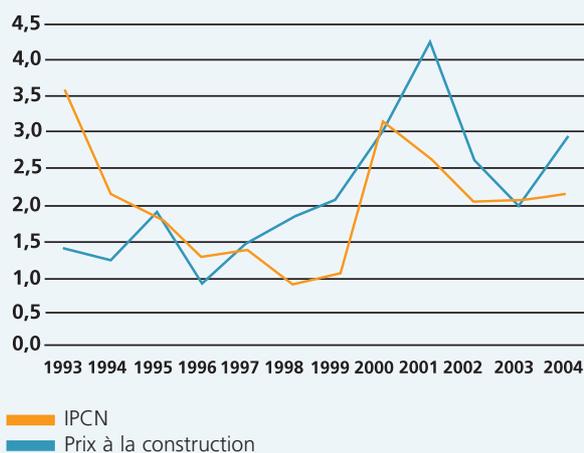
Sur base des enquêtes de conjoncture harmonisées, une accélération des prix était prévisible (voir graphique). Cependant, la hausse effective se situe largement au-dessus des anticipations des chefs d'entreprises, telles qu'elles ressortent de ces enquêtes. Par ailleurs, cette hausse est survenue à un stade antérieur à celui résultant de la corrélation historique entre les enquêtes de conjoncture et les enquêtes statistiques.

L'indicateur des perspectives d'évolution des prix de vente avait culminé en novembre 2004. Depuis lors, il a légèrement décliné, ce qui n'est guère surprenant eu égard à l'envolée de l'indicateur dans le courant de l'année 2004. Même si le cycle haussier des prix semble être arrivé à son terme, il n'en demeure pas moins que les prix devraient toujours progresser à un rythme annuel supérieur à 5% au cours du premier semestre de 2005.

1.2.1.3 Les prix à la construction

Après deux années consécutives de décélération, la hausse des prix à la construction s'est à nouveau accélérée en 2004 et affichent une progression annuelle moyenne de 2,9%, un taux également supérieur à la hausse moyenne des prix à la consommation. La contribution de l'indexation automatique des salaires à la progression du coût salarial, soit 2,1%, est restée stable en 2004 et ne saurait donc expliquer ce renversement de tendance, d'autant que le secteur de la construction a connu une année peu dynamique en 2004. Par contre, la conjoncture relativement favorable observée dans le bâtiment, soit une branche qui bénéficie toujours d'une demande soutenue en raison de la pénurie de logements, pourrait expliquer cette augmentation des prix à la construction.

GRAPHIQUE 20 : PRIX À LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)¹



¹ Les prix sont recensés sur base semestrielle.

Source : STATEC

1.2.2 Les activités sectorielles

1.2.2.1 Industrie

TABLEAU 6 : INDICATEURS RELATIFS À L'INDUSTRIE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2003	2004	T1-04	T2-04	T3-04	T4-04
Production - industrie totale	5,0	7,8	7,3	10,2	7,9	5,9
Production - industrie hors sidérurgie	6,5	8,5	7,6	10,7	8,9	7,0
Nombre de salariés	-0,9	-0,6	-0,6	-0,4	-0,7	-0,7
Salaires et traitements	1,8	1,9	2,9	3,2	1,4	0,1
Heures travaillées	-0,2	0,3	1,4	0,5	0,4	-1,2
Chiffre d'affaires	3,2	20,5	15,1	22,7	23,3	21,2
Commandes nouvelles	-0,1	14,2	4,3	17,0	21,1	16,2

Source : STATEC

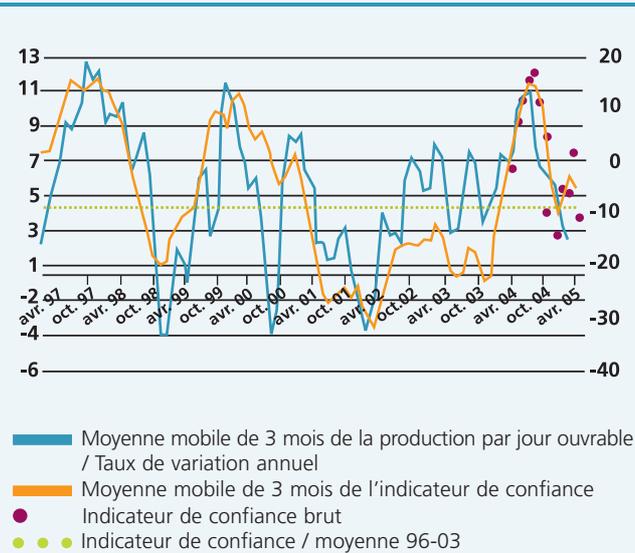
En 2004, l'économie mondiale a connu son expansion la plus importante depuis 20 ans et la zone euro a emprunté le chemin de la reprise économique. L'activité dans la zone euro n'a certes progressé qu'à un rythme relativement faible et la production a connu une décélération au deuxième semestre 2004 par rapport au semestre précédent. En moyenne cependant, l'année 2004 s'est caractérisée par une accélération de l'activité par rapport à 2003. Avec une progression de 1,9%, la production industrielle dans la zone euro tranche nettement avec l'atonie observée durant les trois années précédentes.

Le cycle conjoncturel de l'industrie luxembourgeoise coïncide en général avec celui de la zone euro, tout en connaissant une amplitude bien plus élevée. Avec une progression de la production industrielle de l'ordre de 7,8% en 2004, le secteur manufacturier luxembourgeois a non seulement pu profiter davantage de l'embellie conjoncturelle que ses équivalents européens, mais en outre le millésime 2004 figure parmi les meilleurs des dix dernières années. A bien des égards, l'année 2004 constitue une amélioration par rapport à l'année 2003, assimilée à une année de transition. La progression de l'activité économique, qui a pu être observée dans pratiquement toutes les branches, s'est accompagnée d'une hausse prononcée des prix à la production industrielle. En moyenne, le chiffre d'affaires a progressé de l'ordre de 20% dans le secteur.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le nombre de salariés s'affiche légèrement en baisse et le coût salarial augmente moins vite que les prix à la consommation.

GRAPHIQUE 21 : INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE¹



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

Source : STATEC, calculs BCL

Ces développements issus des enquêtes statistiques ont été globalement en phase avec les résultats des enquêtes de conjoncture. L'indicateur de confiance, tel que calculé sur base des enquêtes de conjoncture, avait atteint son sommet en août 2004, avant de s'afficher en baisse pour le reste de l'année. Ce mouvement baissier a été interrompu au début de l'année 2005, l'indicateur tendant alors à revenir à son niveau moyen, calculé, sur les années 1996-2003. La production industrielle devrait ainsi avoir connu une progression qui est proche de sa croissance moyenne - une situation ni particulièrement dynamique, ni exceptionnellement faible.

Le mouvement latéral de l'indicateur de confiance observé au début de l'année 2005, à mi-chemin entre les phases haussière et baissière du cycle, est probablement emblématique de la situation actuelle et reflète la réaction des chefs d'entreprises aux aléas conjoncturels. Leurs doutes quant à l'évolution future ont été alimentés par la faiblesse de la demande enregistrée au deuxième semestre 2004 au sein de la zone euro. Début 2005, les risques d'un repli se sont encore accrus, comme l'attestent l'affaiblissement de la confiance des chefs d'entreprises dans les pays voisins, en réponse sans doute à un prix du pétrole qui oscille autour des 50\$/bl, voire davantage. Face à ces incertitudes les chefs d'entreprises ont opté pour un comportement plus attentiste.

1.2.2.2 Construction

Du fait des caractéristiques intrinsèques du secteur, le cycle de la construction n'est pas nécessairement en phase avec celui de l'industrie ou du reste de l'économie. Les données issues des enquêtes statistiques font état d'une légère baisse de l'activité économique en 2004, qui fait suite à une année 2003 déjà caractérisée par la stagnation. Ainsi, le chiffre d'affaires et la production par jour ouvrable ont baissé de respectivement 0,2% et 1%. De surcroît, le profil intra-annuel, semble s'être graduellement dégradé dans le courant de l'année. Une analyse plus approfondie révèle des évolutions disparates selon les branches. Alors que le bâtiment a encore connu une progression en 2004, le génie civil, avec une chute de 13,6% de la production, est entièrement responsable de la contre-performance du secteur en 2004. Les travaux publics se font plus rares à la suite notamment des importants chantiers qui ont été achevés et qui ne sont pas remplacés par des projets d'un ordre de grandeur similaire. Dans le futur proche, c'est-à-dire en 2005 et en 2006, la conjoncture dans le bâtiment bénéficiera vraisemblablement d'une demande soutenue pour les logements. En effet, suite aux mesures prises dans le but d'accroître l'offre de logements afin de contenir la hausse des prix immobiliers, les autorisations de bâtir relatives aux logements se sont à nouveau accélérées en 2004. Par contre, les perspectives dans le génie civil sont bien plus mitigées.

TABEAU 7 : INDICATEURS RELATIFS AU SECTEUR DE LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2003	2004	T1-04	T2-04	T3-04	T4-04	T1-05
Chiffre d'affaires - Total	6,7	-0,2	11,7	-2,7	-0,6	-5,8	Na
Production par jour ouvrable - Total	0,8	-1,0	1,7	1,4	-1,0	-6	Na
Production par jour ouvrable - Bâtiment	0,6	3,0	5,5	4,0	3,5	-0,5	Na
Production par jour ouvrable - Génie civil	2,6	-13,6	-3,2	-12,5	-15,1	-22	Na
Permis de bâtir ¹	11,5	18,2	9,8	-5,6	124,8	-17,6	Na
Crédits au logement ²	24,6	5,7	6,7	6,3	10,7	0,6	Na
Taux hypothécaires	3,8	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4

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, BCL

1.2.2.3 Commerce et autres secteurs

L'évolution positive de l'activité économique observée dans le commerce en 2003 s'est poursuivie en 2004. Ce constat est d'application dans toutes les branches, hormis l'Horesca. Ainsi la progression du chiffre d'affaires nominal au courant de l'année a atteint 12,3% pour le commerce de gros et 3,1% pour le commerce de détail, alors que la branche de l'hôtellerie et des restaurants a connu un léger recul. Cette dernière évolution est à replacer dans le contexte de la mauvaise conjoncture à laquelle le secteur faisait face en 2003. L'évolution du chiffre d'affaires contraste néanmoins avec la statistique d'hébergement, qui indique que le nombre de nuitées passées dans les hôtels, auberges et pensions aurait atteint un niveau record en 2004. Les développements récents semblent témoigner davantage d'un retour graduel à une situation normale que d'un dynamisme accru de l'activité économique dans cette branche. Les immatriculations de voitures ont connu une nouvelle année record, avec à la clé une hausse de 10% des ventes par rapport à l'année 2003. Cette tendance positive s'est poursuivie au début de l'année 2005.

TABEAU 8 : CHIFFRE D'AFFAIRES EN VALEUR ET IMMATICULATIONS DE VOITURES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2003	2004	T1-04	T2-04	T3-04	T4-04	T1-05
Immatriculations de voitures	0,2	10,0	6,5	14,4	5,4	13,8	4,8
Commerce de gros	11,1	12,3	11,7	12,8	13,5	11,2	Na
Commerce de détail	5,5	3,1	2,8	3,1	3,5	3,1	Na
Hôtels et restaurants	-4,6	-0,9	2,1	-1,5	-2,4	-1,3	Na

Source : STATEC

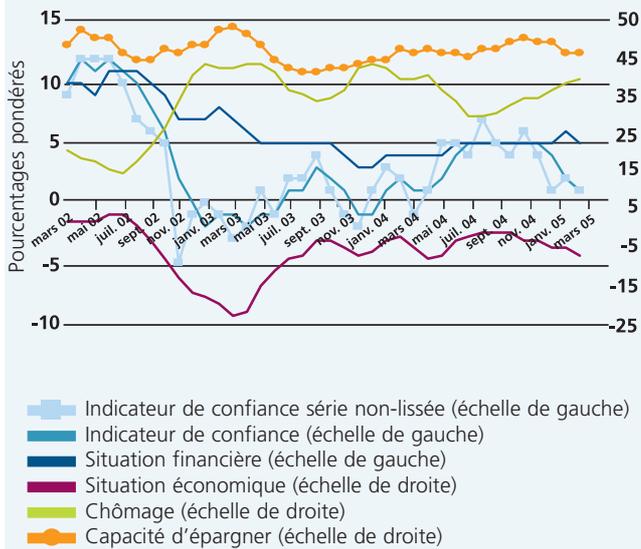
1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

La moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs de la BCL n'a pas suivi de tendance claire au cours du premier semestre 2004, avant de se stabiliser à un niveau plus élevé au second semestre. Le rebond de l'indicateur vers la mi-2004 a été lié essentiellement à deux de ses composantes, en l'occurrence les anticipations relatives à la situation économique générale et au chômage.

Avec une valeur de 5 pour les mois d'août à décembre 2004, la confiance des consommateurs est cependant demeurée faible au second semestre 2004, du moins à l'aune des niveaux observés au premier semestre 2002, au cours duquel la moyenne sur trois mois de l'indicateur fluctuait entre 10 et 12.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

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

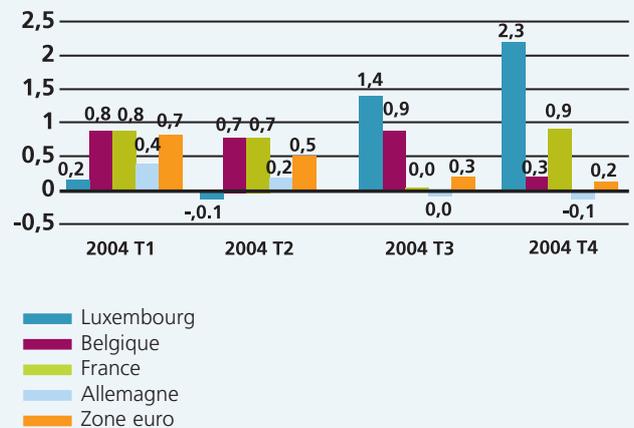


En ce qui concerne l'évolution début 2005, on note que la moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs a progressivement fléchi pour afficher une valeur de 1 en avril. Cette détérioration s'explique par l'évolution défavorable de trois composantes de l'indicateur, à savoir les anticipations sur douze mois de la situation économique générale, du chômage et de la capacité à épargner. Par contre, la contribution à l'évolution de l'indicateur de confiance des consommateurs des anticipations relatives à la situation financière des ménages a été quasi nulle début 2005. Parmi les questions de l'enquête de conjoncture qui ne sont pas reprises parmi les composantes de l'indicateur de confiance, on note que les ménages ont revu à la hausse leurs intentions d'acheter des biens d'équipement au cours des douze mois suivants, en dépit du recul de l'indicateur de confiance au cours des derniers mois. Ce résultat confirme que les consommateurs sont moins préoccupés par leur situation financière que par la situation économique générale et par le chômage.

1.2.4 La croissance économique

La première estimation des comptes nationaux pour l'année 2004 telle que calculée sur base de la comptabilité trimestrielle inédite récemment publiée, dresse le tableau d'une consolidation de la conjoncture : la croissance annuelle du PIB est estimée à 4,5% après 2,9% en 2003. Cette amélioration du climat conjoncturel national est à placer dans le contexte des pays limitrophes du Luxembourg qui ont eux aussi bénéficié des retombées de l'embellie de la conjoncture internationale tout au long de 2004. Plus en détail, le profil de croissance trimestrielle de l'année au Luxembourg a été marqué par un premier semestre morose, suivi d'un rebond aux troisième et quatrième trimestres. Une certaine prudence s'impose quant à l'explication de cette trajectoire intra-annuelle empruntée par le PIB en raison du caractère incomplet de la couverture statistique du dernier trimestre et qui fera donc l'objet de révisions.

GRAPHIQUE 23 : CROISSANCE RÉELLE DU PIB AU LUXEMBOURG, DANS LES ÉCONOMIES LIMITOPHES ET AU SEIN DE LA ZONE EURO (DONNÉES DÉSAISONNALISÉES¹, EN %, EN GLISSEMENT TRIMESTRIEL, À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS)



¹ Les données relatives à l'économie luxembourgeoise ont été désaisonnalisées via Tramo-Seats.

Source : STATEC, Eurostat

Ce renforcement de la croissance économique qui émerge de ces premières estimations pour l'année 2004, a essentiellement été alimenté par le solde extérieur ; en données annuelles, cette contribution passe de 0,6% en 2003 à 3,2% en 2004. Les évolutions plus propices à la fois de la contribution des importations et, en particulier, de celles des exportations dans le sillage de la reprise de l'activité au niveau international, expliquent cette contribution renforcée.

Le Luxembourg se caractérisant par un degré d'ouverture très élevé, il semble opportun de noter que les exportations qui représentent 144,2% du PIB en 2004, ont enregistré une progression annuelle de 8,2% après 1,8% l'année précédente, alors qu'en parallèle, les importations (126,0% du PIB) ont affiché une croissance annuelle de 6,8% en 2004 après 1,6% en 2003. Soulignons que c'est principalement au niveau des services que les exportations sont les plus dynamiques (10,3% en 2004 après 4,7% en 2003) et, en particulier, des services financiers.

La demande domestique a, quant à elle, contribué dans une moindre mesure à la croissance du PIB en 2004 que l'année précédente (1,3 pp après 2,3 pp en 2003).

Les consommations, tant privée que publique, ne sont pas à l'origine de cette évolution, leur apport en matière de croissance étant globalement stable d'une année à l'autre.

Cette évolution s'explique donc entièrement par la formation brute de capital, dont l'apport à la croissance passe du positif en 2003 (+0,8%) au négatif en 2004 (-0,4%) et témoignant à nouveau de son caractère particulièrement volatil. Pour l'année 2004, cette évolution trouve sans doute son origine dans la régression des investissements en infrastructures par le secteur public, qui ont été particulièrement dynamiques durant les années antérieures.

La croissance annuelle du coût salarial total s'est accélérée en 2004 (2,6%) après s'être détendue en 2003 (2,1%). Cette évolution associée à un redressement des gains de productivité qui a atteint 1,9% après 1,1% en 2003, s'est traduite par un fléchissement de la croissance des coûts salariaux unitaires. Ceux-ci ont augmenté en moyenne de 0,6% en 2004, contre 1,0% l'année précédente.

TABEAU 9 : ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX AGRÉGATS MACROÉCONOMIQUES ET DE LEUR CONTRIBUTION À LA CROISSANCE ANNUELLE DU PIB RÉEL (EN %, À L'ERREUR D'ARRONDIS PRÈS)

	Taux de variations annuels					Contribution à la croissance réelle du PIB				
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
Consommation privée	4,6	5,1	3,2	1,6	1,4	1,9	2,0	1,3	0,7	0,6
Consommation publique	4,8	6,5	3,2	5,0	6,0	0,8	1,0	0,5	0,9	1,1
Formation brute de capital	4,8	2,1	-8,4	3,6	-1,8	1,2	0,5	-2,0	0,8	-0,4
Demande intérieure	4,7	4,5	-0,2	2,9	1,6	3,9	3,5	-0,1	2,3	1,3
Importations	15,4	3,7	-2,6	1,6	6,8	-18,5	-4,8	3,5	-2,0	-8,1
Exportations	17,3	1,8	-0,6	1,8	8,2	23,6	2,8	-0,9	2,6	11,3
Exportations nettes	35,0	-12,8	18,4	3,4	19,2	5,1	-2,0	2,6	0,6	3,2
Produit intérieur brut	9,0	1,5	2,5	2,9	4,5					
Déflateur du PIB	4,2	1,9	1,1	2,1	2,5					
Emploi salarié	6,0	6,0	3,1	1,9	2,6					
Emploi total	5,7	5,7	3,0	1,8	2,6					
Coût salarial moyen total	4,7	3,9	3,7	2,1	2,6					
Productivité du travail	3,2	-3,9	-0,5	1,1	1,9					
Coût unitaire du travail	1,5	8,1	4,2	1,0	0,6					
Marge de profit	2,6	-6,2	-3,1	1,1	1,8					

Source : STATEC, Eurostat

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La croissance potentielle au Luxembourg

Quel est le niveau de croissance soutenable au Luxembourg ? Pour les économistes, une réponse possible est la croissance de la "production potentielle", le niveau du PIB atteint par l'utilisation maximale des ressources disponibles qui est compatible avec la stabilité des prix. Pendant les phases d'expansion, le PIB observé peut être supérieur à ce niveau potentiel si le taux d'usage du capital est élevé, le recours à des heures de travail supplémentaires est fréquent et le chômage est réduit à des niveaux très faibles. Cependant, un tel écart positif entre la production observée et potentielle n'est pas soutenable parce qu'il engendre des pressions inflationnistes sur les marchés des facteurs de production. L'élimination de cet "écart de production" peut se produire par un ajustement de la production observée, mais également par des variations de la production potentielle. En effet, la production potentielle change à travers le temps en fonction de l'accumulation de capital et l'accroissement de la force de travail. Le niveau de la production potentielle peut donc nous informer sur la croissance soutenable, mais il ne peut pas être observé directement et doit être estimé par des méthodes économétriques.

Cette contribution fournit une mise à jour des estimations de l'écart de production publiées dans le rapport annuel 2003 de la BCL. En combinant l'écart de production avec le niveau observé du PIB, il est possible d'estimer le niveau de la production potentielle et donc la croissance potentielle. Plusieurs méthodes alternatives sont mises en œuvre pour estimer l'écart de production⁵, permettant ainsi d'évaluer des éventuelles divergences entre les résultats, ce qui fournit une première indication du degré d'incertitude qui les entourent. L'échantillon comprend des observations annuelles de 1980 à 2004 et il est prolongé jusqu'à 2007 grâce aux dernières projections BCL. Afin de tenir compte de l'important phénomène du travail frontalier au Luxembourg, la mesure du chômage utilisée par les méthodes Apel-Jansson et par la fonction de production est le chômage "grande région".

Le tableau suivant présente dans la partie supérieure les différentes estimations de l'écart de production en pourcentage du PIB. Dans cette partie, la première colonne indique le niveau observé (ou prévu) du PIB au prix de 1995. Dans la partie centrale, le tableau indique les révisions par rapport aux estimations de l'écart de production publiées dans le rapport annuel 2003 de la BCL. Dans cette partie centrale, la première colonne indique les révisions du PIB observé ou prévu par rapport aux chiffres disponibles en 2004. Finalement, la partie inférieure du tableau présente le taux de croissance potentiel estimé pour chaque année à partir des différentes mesures de l'écart de production. Dans cette partie inférieure, la première colonne indique le taux de croissance réel du PIB. Les deux dernières lignes indiquent pour chaque méthode la moyenne de la croissance potentielle depuis 1981 et depuis 2001.

Concernant la partie supérieure du tableau, en 2001 l'écart de production est positif pour toutes les méthodes. En 2002, une seule méthode (celle par la fonction de production) trouve que l'écart change de signe. En 2003 trois méthodes trouvent un écart négatif (aussi la tendance linéaire et le filtre Hodrick-Prescott), et en 2004 toutes les méthodes concordent que l'écart est négatif. Il est donc vraisemblable que le PIB observé soit passé en dessous de son potentiel autour de l'année 2003. Selon les prévisions, en 2005 et 2006 l'écart négatif continuera à se creuser (sauf pour la méthode par la fonction de production, qui envisage un écart constant). En 2007 l'écart est pratiquement inchangé selon trois méthodes (Hodrick-Prescott, Kuttner et par la fonction de production) et diminue marginalement selon la méthode Apel-Jansson. Or, pour que l'écart reste inchangé, la croissance effective doit égaler la croissance potentielle. Pour diminuer un écart négatif, la croissance effective doit même surpasser la croissance potentielle.

Considérant la partie centrale du tableau, des différences importantes apparaissent à nouveau entre les estimations de l'écart de production publiées ici et celles publiées il y a une année. Ces différences s'expliquent par la révision des données de comptabilité nationale (octobre 2004), la publication de nouvelles observations pour l'année 2003 (mai 2004) et pour l'année 2004 (mai 2005), et l'allongement de l'échantillon jusqu'à 2007 avec des nouvelles projections. Les révisions sont plus importantes pour l'estimation par une tendance linéaire, selon laquelle l'estimation de l'écart de production en 2005 passe de -8,7% à seulement -3,1%. Ceci démontre une fois de plus l'instabilité des estimations par une tendance linéaire, surtout vers la fin de l'échantillon. Les estimations par le filtre de Hodrick-Prescott montrent aussi des révisions importantes à la fin de l'échantillon, confirmant le rôle important que jouent les prévisions pour atténuer ce biais pour les observations courantes. Les estimations par la méthode Apel-Jansson et par la fonction de production sont également caractérisées par des révisions importantes (de l'ordre de 1,5%), surtout en 2004 et 2005 en fonction de la révision vers le haut des prévisions du chômage. Les révisions sont plus faibles pour deux des méthodes basées sur des modèles à composantes inobservées (Harvey-Jaeger et Kuttner) qui comportent des révisions de l'ordre de 0,5%. Ce résultat semble indiquer une plus grande stabilité des estimations par des modèles à composantes inobservées face au processus de révision et de publication de nouvelles observations.

⁵ Voir le cahier d'études n°4 de la BCL pour une explication des différentes méthodes.

TABLEAU 10 : ÉCART DE PRODUCTION ET CROISSANCE POTENTIELLE

	PIB réel (mia EUR)	Tendance linéaire	Hodrick-Prescott	Harvey-Jaeger	Kuttner	Apel-Jansson	Fonction/Production
		Estimations de l'écart de production					
2001	18,87	3,7%	2,7%	3,9%	3,1%	3,0%	1,7%
2002	19,34	1,1%	0,7%	2,4%	2,4%	1,8%	-0,3%
2003	19,90	-1,1%	-0,7%	0,5%	1,0%	0,1%	-1,2%
2004	20,72	-1,7%	-0,5%	-0,7%	-0,6%	-1,1%	-0,4%
2005	21,53	-3,1%	-0,9%	-2,5%	-1,9%	-2,4%	-0,5%
2006	22,37	-4,2%	-1,1%	-3,8%	-2,6%	-2,9%	-0,5%
2007	23,24	-5,3%	-1,2%	-4,4%	-2,6%	-2,8%	-0,5%
	Révisions	Révisions de l'écart de production par rapport aux estimations en 2004					
2001	0,3%	-0,3%	-1,3%	0,6%	0,1%	-0,8%	-1,1%
2002	1,2%	0,8%	-0,6%	0,4%	0,5%	-0,1%	-2,3%
2003	1,7%	2,4%	0,6%	0,0%	0,8%	1,1%	0,5%
2004	2,5%	4,8%	2,3%	-0,2%	0,8%	2,7%	1,9%
2005	0,7%	5,6%	2,7%	-1,2%	0,5%	2,9%	1,3%
	Croissance du PIB réel	Estimations de la croissance potentielle					
2001	1,5%	5,2%	5,0%	3,1%	1,3%	3,0%	5,7%
2002	2,5%	5,2%	4,6%	4,1%	3,2%	3,7%	4,5%
2003	2,9%	5,2%	4,4%	4,9%	4,4%	4,7%	3,8%
2004	4,5%	5,2%	4,3%	5,8%	6,3%	5,8%	3,7%
2005	3,5%	5,2%	4,2%	5,5%	5,1%	5,1%	3,8%
2006	3,9%	5,2%	4,1%	5,3%	4,6%	4,4%	4,0%
2007	3,9%	5,2%	4,1%	4,6%	4,0%	3,9%	3,9%
	Moyenne croiss. réel	Croissance potentielle : moyenne					
depuis 1981	4,8%	5,2%	4,8%	5,1%	4,9%	5,1%	5,0%
depuis 2001	3,2%	5,2%	4,4%	4,8%	4,1%	4,4%	4,2%

Source : STATEC, calculs BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La troisième partie du tableau révèle que la croissance potentielle peut varier considérablement d'une année à l'autre. La méthode par une tendance linéaire est l'exception parce qu'elle prend comme hypothèse que la croissance potentielle est constante. Entre les autres méthodes, la croissance potentielle est relativement plus stable si estimée par le filtre Hodrick-Prescott ou par la méthode Harvey-Jaeger (ces deux approches sont liées méthodologiquement et pénalisent des changements brusques dans la croissance potentielle). A l'autre extrême, les méthodes de Kuttner et de Apel-Jansson trouvent les estimations de la croissance potentielle relativement plus volatiles. Ceci est logique parce que ces deux méthodes se distinguent en considérant non seulement l'évolution du PIB observé mais aussi celle de l'inflation et (pour la méthode Apel-Jansson) celle du chômage.

En comparant la croissance effective dans la première colonne à la croissance potentielle, il est possible de constater que deux méthodes (filtre Hodrick-Prescott et approche par la fonction de production) trouvent que la croissance effective en 2004 a déjà dépassé la croissance potentielle. Cependant, la croissance effective prévue pour 2005 n'est pas suffisante pour égaler la croissance potentielle estimée par ces deux méthodes. C'est seulement quand la croissance effective se rapproche de 4% en 2006 et 2007 qu'elle rejoint la croissance potentielle. En effet, à la fin de l'échantillon considéré, la croissance prévue converge avec la croissance potentielle pour toutes les méthodes sauf deux (tendance linéaire et Harvey-Jaeger).

Les dernières deux lignes permettent de comparer la moyenne de la croissance observée ou prévue (première colonne) avec la moyenne de la croissance potentielle estimée par les différentes méthodes. En considérant toute la période depuis 1981, la moyenne de la croissance effective est généralement près de celle de la croissance potentielle (sauf pour la tendance linéaire). Cependant, la moyenne de la croissance effective est généralement inférieure à la moyenne de la croissance potentielle. Cela pourrait signifier que l'échantillon n'est pas équilibré en nombre d'expansions et de contractions, que le cycle est asymétrique (expansions plus longues, contractions plus violentes) ou encore que la croissance potentielle au Luxembourg a bénéficié d'un changement structurel sur la période. Si les moyennes sont calculées sur la période plus récente (depuis 2001), la moyenne de la croissance effective devient encore plus faible par rapport à la moyenne de la croissance potentielle. Ceci semble indiquer que le ralentissement actuel et plus conjoncturel que structurel.

En conclusion, l'estimation de l'écart de production et de la croissance potentielle reste sujet à un degré élevé d'incertitude, comme illustré par la taille des révisions. Cependant, ces estimations peuvent contribuer à situer l'économie nationale dans le cycle économique, en conjonction avec une analyse des autres indicateurs économiques. Les résultats présentés ici confirment que le niveau de la production observée est actuellement inférieur à la production potentielle et que la croissance en 2005 sera probablement inférieure à son taux potentiel.

1.2.5 Le secteur financier⁶

1.2.5.1 Les comptes de profits et pertes

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

Au cours de l'année 2004, les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé un résultat brut avant provisions et impôts de 3 909 millions d'euros, soit une baisse de 6,8% ou 284 millions d'euros par rapport à l'exercice 2003. Cette diminution trouve son origine dans un recul du résultat brut, notamment de la marge sur intérêts qui a diminué de 4% par rapport à l'année 2003 suite au désengagement de certaines banques luxembourgeoises à l'étranger et à la persistance à un niveau historiquement bas des taux d'intérêt. Du côté dépenses, on observe une progression des frais de personnel et d'exploitation (+3,3%) qui s'explique essentiellement par la progression des frais de personnel, qui est la résultante de la combinaison de la hausse salariale et d'une reprise de la création nette d'emplois.

Au cours du premier trimestre de l'année en cours, la tendance à la hausse des cours boursiers européens ainsi que les perspectives macro-économiques modérément optimistes ont constitué un cadre propice au développement des résultats bancaires. Ainsi, sous l'empreinte de ces développements, le résultat brut, qui traduit l'évolution de l'ensemble des sources principales de revenus des banques de la place, progresse de 3,5% pour s'établir à 1 985 millions d'euros au 31 mars 2005. En reflet à la poursuite d'un contrôle strict des coûts opérationnels, les banques de la place ont pu dégager un résultat brut avant provisions et impôts de 1 085 millions d'euros au 31 mars 2005, ce qui représente une hausse de 5,3% par rapport au 31 mars 2004.

⁶ Une analyse détaillée et exhaustive du secteur financier luxembourgeois est contenue dans la Revue de stabilité financière 2005 présentée en avril et à laquelle le lecteur intéressé peut se référer. Pour cette raison, le commentaire contenu dans ce rapport se confère aux évolutions récentes des comptes de profits et pertes et de l'emploi dans le secteur financier.

TABLEAU 11 : ÉVOLUTION DES COMPTES DE PROFITS ET PERTES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS¹

	2004/03	2005/03	Variations en pourcent	Variation en termes bruts
1 Intérêts et dividendes perçus	8 150	8 241	1,1	91
2 Intérêts bonifiés	7 189	7 308	1,6	119
3 Marge sur intérêts (1-2)	961	934	-2,8	-27
Revenus nets :				
4 sur réalisation de titres	129	116	-9,9	-13
5 sur commission	735	771	4,9	36
6 sur opérations de change	78	78	-0,5	0
7 sur divers	14	86	515,8	72
8 Revenus nets (4+5+6+7)	956	1 051	9,9	95
9 Résultat brut (3+8)	1 917	1 985	3,5	68
10 Frais de personnel	459	480	4,6	21
11 Frais d'exploitation	342	341	-0,3	-1
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	801	821	2,5	20
13 Impôts divers, taxes et redevances	11	9	-20,2	-2
14 Amortissement sur immobilisé non financier	74	70	-5,4	-4
15 Résultat avant provisions (9-12-13-14)	1 031	1 085	5,3	54

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

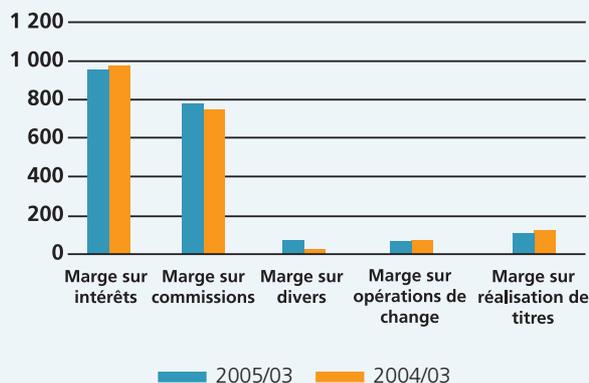
Source : BCL

La marge sur intérêts s'élève à 934 millions d'euros au 31 mars 2005 contre 961 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit un repli de 2,8%. Cette diminution s'explique par la faiblesse continue de la rémunération sur les marchés monétaires et obligataires et cela en dépit d'un accroissement de la somme des bilans. De plus, la persistance à un niveau historiquement bas des taux d'intérêt et l'absence de modification des taux directeurs par l'Eurosystème ont eu pour conséquence que les établissements de crédit n'ont pas pu procéder à des transformations d'échéances fructueuses permettant

d'améliorer leur marge sur intérêts. Ainsi, bien que les intérêts perçus et bonifiés aient augmenté au cours de la période sous revue, la marge sur intérêts est en baisse. En effet, au 31 mars 2005 les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 8 241 millions d'euros (en hausse de 1,1% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés se chiffraient à 7 308 millions d'euros (en progression de 1,6% par rapport au 31 mars 2004).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 24 : VENTILATION ET ÉVOLUTION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES AU COURS DU PREMIER TRIMESTRE DES ANNÉES 2004 ET 2005 (EN MILLIONS D'EUROS)



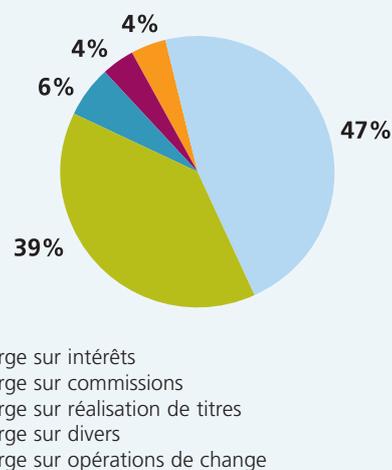
Source : BCL

Le résultat hors intérêts, quant à lui, a été marqué par la hausse du solde net sur commissions et des revenus nets sur divers, alors que les revenus sur réalisations de titres sont en baisse.

Le solde net sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activité de la clientèle privée et par les fonds d'investissements pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire et pour certaines d'administration centrale, a su profiter de conditions plus robustes sur les marchés financiers. La reprise de confiance des investisseurs et partant le recours accru aux investissements par la clientèle sont également confirmés par l'apport en capital de 42 547 millions d'euros durant les deux premiers mois de l'année en cours. L'apport en capital et l'évolution favorable des marchés boursiers sont à l'origine de l'augmentation de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC (+17,21% en variation annuelle), sur base de laquelle sont calculées les commissions que les OPC doivent verser aux banques. Ces facteurs expliquent la hausse du solde net sur commissions qui se chiffre à 36 millions d'euros (+4,9%) sur 12 mois, soit 735 millions d'euros au 31 mars 2004 contre 771 millions d'euros un an plus tard.

La ventilation des principales composantes des revenus bancaires au cours du premier trimestre de 2005 confirme la progression du solde net sur commissions alors que la marge sur intérêts recule très nettement. Ainsi, la part relative de la marge sur intérêts dans le résultat brut a fléchi de 3,1%, passant de 50,1% au 31 mars 2004 à 47% au 31 mars 2005, tandis que le solde net sur commissions voyait sa part relative augmenter de 0,5% pour atteindre 38,8% au 31 mars 2005.

GRAPHIQUE 25 : PONDÉRATION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES AU COURS DU PREMIER TRIMESTRE DE L'ANNÉE 2005



Source : BCL

Au niveau des frais, on constate un renversement de la tendance à la maîtrise des coûts de personnel, observée au cours des trimestres précédents. Ainsi, les frais de personnel et autres frais d'exploitation affichent une hausse modérée de 2,5% (+20 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 821 millions d'euros au 31 mars 2005 contre 801 millions d'euros un an plus tôt. L'ensemble de cette hausse est imputable aux frais de personnel puisque les autres frais administratifs montrent un léger recul de 0,3% sur base annuelle.

L'augmentation des frais de personnel, quant à elle, s'explique par deux facteurs ; d'une part, la dernière indexation des salaires, survenue en octobre 2004, continue de peser sur la masse salariale et d'autre part, la hausse des effectifs (création nette de 319 emplois entre les 31 mars 2004 et 2005).

La hausse du résultat avant provisions de 5,3% ou 54 millions d'euros s'explique donc par le cumul d'une hausse continue de frais de personnel et des autres frais d'exploitation, d'une diminution des frais d'exploitation et des impôts divers ainsi qu'une hausse du résultat brut.

1.2.5.2 L'emploi dans le secteur bancaire

L'effondrement des marchés financiers au début de l'année 2001 et le ralentissement économique subséquent ont nettement marqué les établissements de crédit luxembourgeois. Ces derniers, fortement orientés vers le *private banking*, ont dû faire face à un recul de leurs résultats, provoqué notamment par le manque d'intérêt des investissements de la clientèle sur les marchés financiers. A l'instar des banques étrangères, les établissements de crédit luxembourgeois ont développé des programmes importants de réduction des frais afin de faire face à cette situation.

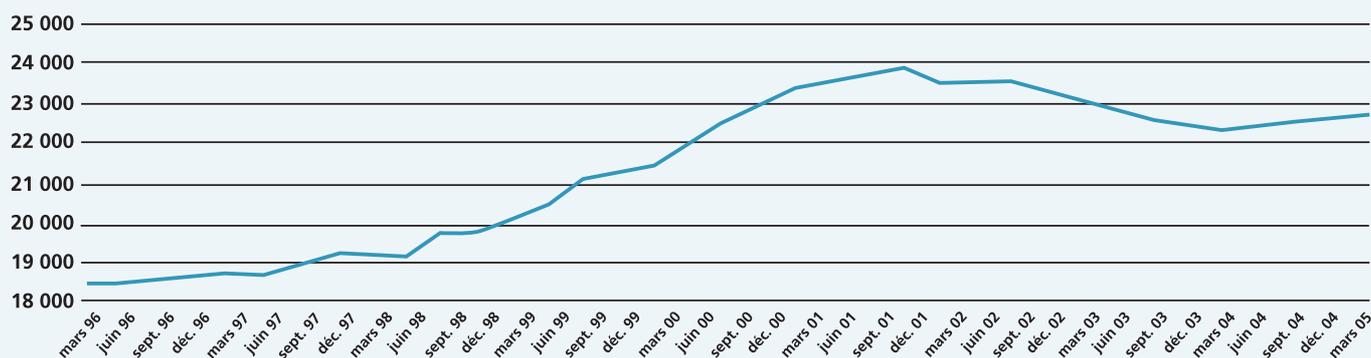
La maîtrise des frais de fonctionnement s'est concrétisée par une réduction des autres frais administratifs (frais de conseil, frais de voyages, voitures de service etc.) ainsi que par la réduction des frais de personnel. Par conséquent, les années 2002 et 2003 étaient marquées par un net recul de l'emploi bancaire de respectivement 2,5% (594 emplois) et 3,4% (787 emplois).

La reprise des marchés boursiers et les perspectives économiques plus clémentes depuis le début de l'année 2004 ont conduit à une reprise des interventions de la clientèle sur les marchés financiers. Ces anticipations plus optimistes quant au développement des activités ont ainsi permis une nouvelle phase de création nette d'emplois dans le secteur bancaire. Débutant sur un rythme modéré durant l'année 2004, celle-ci a pris de la vigueur au cours du premier trimestre de l'année 2005. Ainsi, rythmé par une croissance moyenne de 52 emplois par trimestre durant l'année 2004, l'effectif dans les établissements de crédit luxembourgeois s'est accru de 162 emplois au cours des trois premiers mois de l'année en cours. Par rapport au 31 mars 2004, l'effectif des banques luxembourgeoises est en progression de 1,4%, soit une création nette de 319 emplois, pour s'élever à 22 711 emplois au 31 mars 2005.

Outre les perspectives commerciales plus favorables, il est à souligner que les phénomènes d'externalisation ont moins pesé sur l'emploi bancaire que par le passé.

La reprise de la création nette d'emplois dans le secteur bancaire doit cependant être nuancée par deux facteurs. D'une part, un retournement de tendance n'est pas à exclure si l'environnement macroéconomique, qui demeure fragile, venait à se dégrader. D'autre part, la création nette de 319 emplois entre mars 2004 et mars 2005, ne peut éluder le fait que le secteur bancaire a perdu 1 183 emplois entre décembre 2001 et mars 2005, soit une baisse de 4,9%.

GRAPHIQUE 26 : ÉVOLUTION TRIMESTRIELLE DE L'EMPLOI DANS LE SECTEUR BANCAIRE ENTRE MARS 1996 ET MARS 2005



Source : BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.6 Le marché du travail

1.2.6.1 L'emploi

Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance annuelle de l'emploi total intérieur a amorcé une décélération en juillet 2001 qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2002, suivant ainsi avec retard la détérioration de la conjoncture. Le rythme de progression annuel de l'emploi est graduellement passé de 4,3% en janvier 2002 à 2,3% en décembre 2002. Par la suite, la tendance à la baisse de la progression annuelle de l'emploi s'est interrompue, comme en témoigne la stabilisation du taux annuel autour de 2,0% en 2003. Depuis lors, la croissance de l'emploi s'est redressée tout au long de 2004 pour atteindre 2,5% en moyenne. A la faveur de cette vitesse de croisière soutenue, l'emploi total a dépassé la barre des 300 000 personnes occupant un emploi au Luxembourg dès avril 2004, pour finalement s'établir à 301 579 personnes en moyenne. Cette évolution de la trajectoire d'évolution de l'emploi répond à la reprise de la croissance économique entamée depuis 2002. En outre, les estimations disponibles pour le premier trimestre de 2005 (soit 2,8%) permettent d'escompter une poursuite de cette croissance annuelle de l'emploi.

L'économie luxembourgeoise a donc créé un nombre grandissant d'emplois tout au long de l'année 2004. La décomposition sectorielle de la croissance annuelle de l'emploi révèle que le décollage observé en 2004 trouve principalement sa source dans les secteurs des "Administrations publiques, santé et autres activités de services" (0,6 point de pourcentage sur les 2,5% de croissance moyenne observée au cours de l'année sous revue, soit près d'un emploi sur quatre créés) et ce nonobstant la décision relevant du budget du Gouvernement central en 2004 de procéder à un arrêt temporaire des recrutements (sauf dans la police et l'enseignement). Viennent ensuite les secteurs des "Activités immobilières, locations et services aux entreprises" (0,4 point de pourcentage), de la "Construction" (0,3 point de pourcentage) et des "Transports" (0,3 point de pourcentage). Du côté des moteurs traditionnels de la progression de l'emploi qui s'étaient éteints lors du ralentissement conjoncturel, force est de constater un timide redémarrage de la croissance dans le secteur des "Activités financières"⁷ (0,1 point de pourcentage) alors que celui de l'"Industrie et manufacture" ne s'est toujours pas rallumé (-0,1 point de pourcentage).

TABLEAU 12 : CROISSANCE ANNUELLE (EN %) DE L'EMPLOI* ET TAUX DE CHÔMAGE "STRICT" ET "LARGE"

	Emploi salarié intérieur*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage "large"
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,6%	3,7%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,6%	3,7%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,9%	4,2%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,5	2,3	3,7%	5,2%
2004	2,6	1,9	2,5	4,7	1,5	1,8	4,2%	5,8%
2004 T1	2,0	0,4	1,9	3,9	0,7	1,4	4,3%	5,8%
2004 T2	2,6	1,8	2,6	4,7	1,3	1,8	4,0%	5,6%
2004 T3	2,8	2,6	2,8	4,9	1,6	2,0	4,1%	5,6%
2004T4	2,9	3,0	2,9	5,2	1,6	2,0	4,4%	6,1%
2005T1	2,8	2,4	2,8	5,2	1,4	1,7	4,7%	6,3%
janv. 05	3,0	2,7	2,9	5,3	1,5	1,8	4,7%	6,4%
févr. 05	3,1	2,3	3,1	5,4	1,6	2,1	4,7%	6,4%
mars 05	2,5	2,1	2,4	4,9	1,0	1,3	4,6%	6,2%

* Les données concernant l'emploi de janvier à mars 2005 sont des estimations.

Source : IGSS, STATEC, calculs BCL

⁷ Le secteur des "Activités financières" selon l'IGSS comprend en plus des banques et PSF, les activités d'assurances et les travailleurs intérimaires employés dans ces secteurs.

Les non-résidents actifs au Luxembourg, dont le nombre total s'élève à 111 855 personnes en 2004 (après 106 856 personnes en 2003) continuent d'occuper la grande majorité des nouveaux emplois créés. Cependant, leur poids dans les nouveaux emplois n'a cessé de diminuer graduellement tout au long de l'année 2004, de sorte qu'ils représentent 67,7% des nouveaux emplois (après 71,3% l'année précédente). Les frontaliers en provenance de France restent de loin le contingent le plus important (51,9% de l'ensemble des travailleurs frontaliers), devant ceux de Belgique (27,2%) et d'Allemagne (20,9%).

La contrepartie de cette évolution est forcément la progression de la part des résidents dans les emplois nouvellement créés. Cette hausse de la part des résidents occupant ces emplois nouveaux contraste avec le recul observé antérieurement. La reprise de la croissance de l'emploi au cours de l'année 2004 a donc davantage bénéficié aux résidents, favorisant dans son sillage le ralentissement de la hausse du taux de chômage au cours de la période sous revue. L'emploi national frôle désormais la barre des 200 000 personnes en 2004 (plus précisément 198 355 agents en moyenne), en augmentation de 1,3% par rapport à l'année précédente (195 862 personnes en 2003). Ceci étant, la tendance à la baisse de la part des résidents luxembourgeois s'est poursuivie pour se fixer à 33% de l'emploi salarié total en 2004.

Le rythme de croissance annuelle de l'emploi salarié et celui de l'emploi indépendant s'est aussi redressé tout au long de 2004 atteignant respectivement 2,6% et 1,9% après 2,0% et 0,3% (soit 281 294 salariés et 20 285 travailleurs indépendants en 2004 après 274 188 salariés et 19 899 travailleurs indépendants en moyenne en 2003).

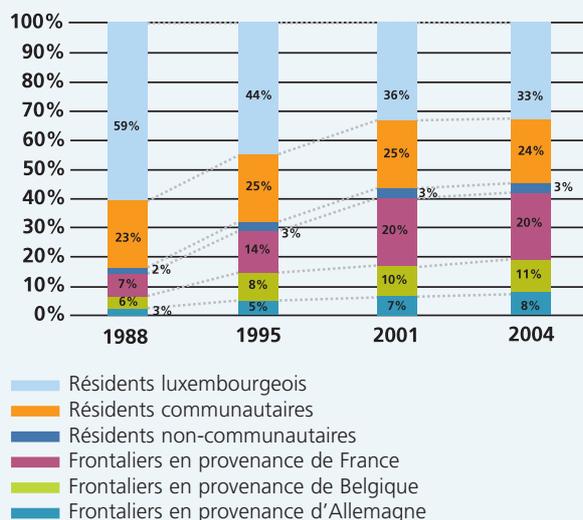
La répartition sectorielle de l'emploi salarié, qui représente 93,3% de l'emploi total en 2004, révèle des différences selon la nationalité et le lieu de résidence des salariés. Environ 46% des résidents de nationalité luxembourgeoise occupent un poste dans les "Autres services". Ceci s'explique notamment par le fait que les services publics privilégient la langue nationale. Les résidents étrangers sont, de leur côté, majoritairement occupés dans les secteurs suivants : "Commerce, restauration et hébergement, réparations" (pour 21% d'entre eux), "Autres services" (18%) et "Construction" (17%). Les non-résidents se concentrent, quant à eux, dans les services de l'"Immobilier, location, services fournis aux entreprises" (19,5%), du "Commerce, restauration et hébergement, réparations" (19,3%) et de l'"Industrie, énergie et eau" (16,7%).

Quant au travail intérimaire, en dépit du fait qu'il n'a représenté que 2,7% de l'emploi salarié au Luxembourg au cours des huit premiers mois de 2004⁷, il n'en demeure pas moins intéressant à observer, car il fait figure d'indicateur avancé des évolutions sur le marché de l'emploi.

En effet, le recul du nombre de travailleurs intérimaires, de contrats de missions ainsi que le ralentissement de la progression du nombre d'entreprises ayant recours au travail intérimaire observés dès le début de l'année 2001 et jusqu'en 2003 sont des évolutions riches en enseignements. La reprise de la croissance de l'emploi intérimaire conjuguée à l'accélération vigoureuse de la progression du nombre d'entreprises employant des travailleurs intérimaires au cours des huit premiers mois de 2004 (resp. 9,3% et 10,6% après 7,5% et 3,0% l'année précédente à la même période), constituent les prémisses d'une croissance plus subséquente de la création d'emplois.

La reprise de la conjoncture observée depuis 2002 a progressivement stimulé l'évolution des principaux agrégats de l'emploi en 2004. De fait, les trajectoires respectives de ces indicateurs de l'emploi se sont progressivement réajustées à la hausse dans la foulée de la reprise de la conjoncture. Cependant, ce redémarrage est, somme toute, relativement modeste à l'aune des évolutions historiques, car ces agrégats de l'emploi n'ont pas renoué avec les taux de croissance particulièrement robustes observés avant 2001. D'ailleurs, l'évolution à la hausse du taux de chômage en 2004 témoigne du fait que cette progression de l'emploi ne permet pas de stabiliser le taux de chômage au Luxembourg.

GRAPHIQUE 27 : COMPOSITION DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LE LIEU DE RÉSIDENCE ET LA NATIONALITÉ DU SALARIÉ

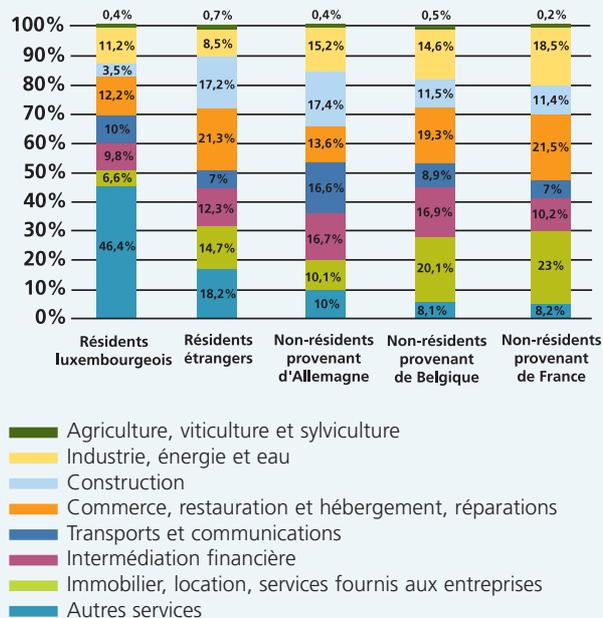


Source : IGSS

⁷ Les données disponibles concernant le travail intérimaire pour l'année 2004 ne sont actuellement disponibles que pour les huit premiers mois de 2004.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 28 : RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LA BRANCHE PROFESSIONNELLE ET LE LIEU DE RÉSIDENCE DU SALARIÉ



Source : IGSS

1.2.6.2 Le chômage

En dépit de la reprise de la conjoncture qui se consolide depuis 2002, le taux de chômage au sens "strict" est passé de 3,7% en 2003 (ou 7 587 personnes) à 4,2% en 2004 (soit 8 716 personnes). Au regard de cette évolution, le nombre de chômeurs a certes continué d'augmenter en 2004, mais à un rythme de moitié inférieur à celui de l'année précédente (15,0% de hausse annuelle après 30,6% en 2003).

En 2004 comme en 2003, les hommes ont représenté en moyenne 54,4% des personnes au chômage. La ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âge révèle que près d'un tiers d'entre eux sont âgés de 31 à 40 ans, ce qui constitue le contingent le plus important. En 2004, plus d'une personne sans emploi sur quatre au Luxembourg est un chômeur "de longue durée" (c'est-à-dire inscrit à l'ADEM depuis plus de douze mois), contre seulement un chômeur sur cinq l'année précédente à la même période. En outre, la part des chômeurs "de longue durée" au sein de la population au chômage est celle ayant enregistré la hausse annuelle la plus importante (13,3% en 2004 après une baisse de 1,5% l'année passée).

Quant à la ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âge, les chômeurs de plus de cinquante ans représentent désormais près d'une personne sur six inscrites à l'ADEM, alors que seule une personne sans emploi sur huit était âgée de plus de cinquante ans l'année précédente. De plus, la catégorie des personnes de plus de cinquante ans a affiché l'augmentation annuelle de ses effectifs la plus substantielle au cours de la période sous revue (+15,8% après -0,6% l'année précédente).

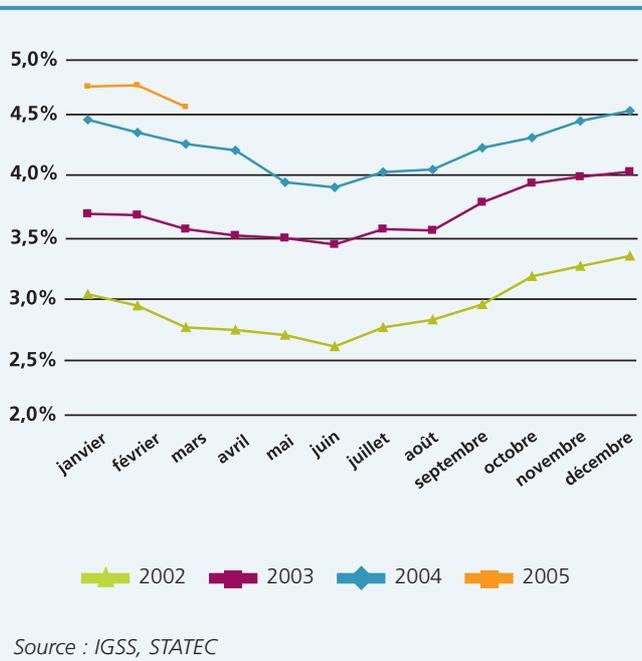
Les hausses prononcées des chômeurs "de longue durée" et des chômeurs "de plus de cinquante ans" détonnent donc par rapport à une progression du nombre des offres d'emplois non satisfaites qui s'est significativement accélérée au courant de 2004 et témoigne de l'inertie relative du marché de l'emploi par rapport à la consolidation de la conjoncture, voire la cristallise.

Le taux de chômage au sens "large", qui comprend les personnes qui bénéficient d'une mesure pour l'emploi, a atteint 5,8% en moyenne en 2004 après 5,2% en 2003, (soit 11 913 personnes en 2004, après 10 518 en 2003). L'augmentation de ce taux de chômage s'explique à la fois par la hausse du taux de chômage au sens "strict" et par l'accroissement du nombre de personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi, dont le nombre est passé de 2 931 en 2003 à 3 197 en 2004, soit une augmentation annuelle de 9,0%, en moyenne, en 2004.

Le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS), qui constituent autant d'opportunités de sortie du chômage pour les personnes sans emploi, a augmenté graduellement tout au long de 2004 (de l'ordre de 22,1% en glissement annuel) alors que leur nombre avait reculé l'année précédente (de l'ordre de 7,9%). De fait, 1 014 emplois ont été proposés en moyenne chaque mois en 2004 (après 842 postes offerts par mois en 2003). On observe que près de la moitié de ces postes vacants se situent dans les secteurs/métiers des "Professions libérales, techniciens et assimilés" et des "Employés de bureau". Le ratio des OENS aux demandes d'emploi non satisfaites permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale et la demande de travail (qui est quant à elle aussi adressée aux étrangers). En dépit de l'augmentation observée du nombre d'OENS depuis le deuxième trimestre de 2004, l'appariement entre l'offre et la demande de force de travail ne s'est pas amélioré (il est demeuré identique à celui observé en 2003 à la même période, soit en moyenne un poste offert pour 9 candidats potentiels inscrits à l'ADEM).

L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation demeure la plus substantielle en 2004 : "Autres services" (un emploi offert pour 24 chômeurs potentiellement intéressés), "Vendeurs" (1/21) et "Travailleurs des transports" (1/13). Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail en 2004 sont ceux des "Professions libérales, techniciens et assimilés" (une proposition d'emploi pour 4 demandes potentielles), des "Employés de bureau" (1/6) et, des "Artisans, ouvriers, (précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois et bâtiments)" (1/8). Ces plus ou moins bonnes performances en termes d'adéquation entre l'offre et la demande de main-d'œuvre au sein de ces différents secteurs de l'économie dépendent à la fois de la quantité et du degré de qualification de l'offre de travail nationale disponible pour occuper un emploi ainsi que de l'offre de travail présente dans les économies limitrophes qui vient concurrencer l'offre nationale pour ces postes offerts.

GRAPHIQUE 29 : TAUX DE CHÔMAGE AU SENS "STRICT" (EN POURCENTAGE DE LA POPULATION ACTIVE)



Quel est le taux de croissance nécessaire à la stabilisation du taux de chômage au Luxembourg ?

Après avoir brutalement ralenti en 2001, l'activité économique a redémarré au Luxembourg depuis 2002. Toutefois, la situation sur le front du chômage ne s'est pas améliorée au cours de cette reprise de la conjoncture. De fait, le taux de chômage est passé de 2,6% en 2001 à 4,2% en 2004. Cependant, il devrait théoriquement exister une relation inverse entre la croissance économique et les évolutions du chômage. Dès 1962, A.Okun⁹ a estimé une régression linéaire permettant d'expliquer l'évolution du taux de chômage en fonction de la croissance économique. Les résultats de cette équation sont généralement désignés sous le nom de "loi d'Okun", même s'il s'agit d'une régularité empirique et non d'une "loi" formelle dérivée de la théorie économique.

La montée paradoxale du chômage parallèlement à la reprise de la conjoncture depuis 2002 met en cause l'existence d'une relation entre ces différents phénomènes économiques au Luxembourg. Cet encadré s'attache à investiguer cette question de manière plus formelle. La relation entre le différentiel du taux de chômage et la croissance du PIB sera estimée par la méthode des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) sur des données annuelles s'étalant de 1985 à 2004¹⁰. Pour tenir compte des éventuels coûts d'ajustement et autres rigidités, la procédure de Schnabel (2002) sera suivie en intégrant des retards supplémentaires de la croissance du PIB. L'ajout d'un seul retard est suffisant pour optimiser le critère de Schwarz.

$$\Delta U_t = a_1 + a_2 \Delta Y_t + a_3 \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

où $\Delta U_t = U_t - U_{t-1}$ est la variation du taux de chômage entre la date t et la date t-1

et $\Delta Y_t = \log(Y_t) - \log(Y_{t-1})$ est la variation du logarithme du PIB à prix constants entre la date t et la date t-1

a_1 , a_2 et a_3 : sont les paramètres de l'équation ou encore les coefficients de régression

ε_t : représente le terme d'erreur du modèle.

⁹ Potential GNP: Its measurement and Significance ; A.Okun ; Cowles Foundation, Yale University.

¹⁰ La période d'analyse débute en 1985 en raison de l'absence de comptes nationaux en version SEC 95 avant cette date.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Au Luxembourg plusieurs mesures du taux de chômage sont disponibles. Ainsi, l'équation sera séparément estimée pour trois mesures différentes :

- Le taux de chômage au sens strict se définit comme étant le nombre de personnes sans emploi inscrites auprès de l'ADEM (Administration de l'emploi) rapporté à la population active résidente au Luxembourg.
- Le taux de chômage au sens large se définit comme la somme des personnes sans emplois inscrites auprès de l'ADEM et des personnes bénéficiant d'une mesure spéciale pour l'emploi rapportée à la population active résidente au Luxembourg.
- Le taux de chômage harmonisé est celui issu de l'enquête sur les forces de travail et donc correspond à la définition du BIT (Bureau international du travail). Ce concept comprend toutes les personnes âgées de 15 à 74 ans qui sont sans travail, qui sont disponibles pour commencer à travailler dans les deux semaines et qui ont activement recherché un emploi pendant les quatre semaines précédentes.

Le tableau suivant présente les résultats d'estimation pour le Luxembourg, l'Union européenne, la zone euro et les économies limitrophes au Luxembourg. Pour le Luxembourg, seuls les résultats basés sur le taux de chômage au sens strict sont présentés (les autres mesures du taux de chômage donnent des résultats moins satisfaisants) ; pour les autres économies le taux de chômage harmonisé tel que fourni par Eurostat figure dans le tableau.

TABLEAU 13 : ESTIMATION DE LA RELATION ENTRE CHÔMAGE ET CROISSANCE

	Luxembourg	Union européenne (UE15)	Zone euro (12 pays)	France	Allemagne	Belgique
a_1	0,771** (5,870)	1,060** (8,200)	1,108** (6,634)	1,042** (5,426)	1,206** (5,845)	1,611** (8,269)
a_2	-0,059** (3,896)	-0,332** (7,138)	-0,347** (6,234)	-0,318** (4,746)	-0,512** (6,629)	-0,415** (7,996)
a_3	-0,059** (3,240)	-0,265** (10,564)	-0,290** (8,515)	-0,175** (3,164)	-0,271** (3,579)	-0,365** (5,802)
R^2	0,629	0,950	0,942	0,725	0,845	0,850
R^2 ajusté	0,579	0,937	0,927	0,688	0,810	0,831
F de Fisher	12,703**	76,237**	64,457**	19,726**	24,489**	42,753**
Statistique de Durbin-Watson	1,9	1,6	1,2	1,3	1,6	1,6
$-a_1/(a_2+a_3)$	6,5	1,8	1,7	2,1	1,5	2,1
Intervalle de confiance de $-a_1/(a_2+a_3)$	[5,7 ; 7,3]	[1,6 ; 1,9]	[1,5 ; 1,9]	[1,6 ; 2,6]	[1,3 ; 1,8]	[1,8 ; 2,3]

(·) : t de Student avec correction de Newey-West

* : paramètre significatif au seuil de 5%

** : paramètre significatif au seuil de 1%

Source : ADEM, STATEC, Eurostat, calculs BCL

Au regard des t de Student (avec correction de Newey-West), il apparaît que les coefficients sont significatifs pour tous les pays.

Le coefficient de régression a_1 est représentatif de la croissance autonome du taux de chômage en l'absence de croissance de PIB. Les coefficients a_2 et a_3 décrivent l'impact de la conjoncture sur le taux de chômage. Ces derniers sont toujours négatifs, ce qui confirme que la croissance du PIB a un impact à la baisse sur le taux de chômage.

Posant $0 = \Delta U_t = a_1 + a_2 \Delta(Y_t) + a_3 \Delta(Y_{t-1})$, il est possible de calculer le taux de croissance du PIB nécessaire pour que le taux de chômage reste inchangé : $\Delta(Y_t) = \Delta(Y_{t-1}) = -a_1/(a_2 + a_3)$ en supposant que l'impact contemporain et l'impact différé de la croissance se cumulent. Il en résulte que le taux de croissance du PIB nécessaire à la stabilisation du taux de chômage au sens strict est de 6,5% au Luxembourg. Ce chiffre est calculé par une fonction non-linéaire des coefficients estimés ; cependant il est possible d'approximer son intervalle de confiance par la méthode Delta (tel que décrit par la dernière ligne du tableau). Ceci signifie que le rapport $-a_1/(a_2 + a_3)$ se situe entre 5,7% et 7,3% au Luxembourg. Notons que le taux de croissance moyen au Luxembourg a été inférieur à cet intervalle sur la période considérée. Ceci suggère que la loi d'Okun ne peut apporter qu'une explication partielle de l'évolution du chômage au Luxembourg.

Selon la relation estimée pour le Luxembourg, même si la croissance s'établit à un taux positif mais inférieur à 6,5%, le taux de chômage au sens strict va enregistrer une augmentation à cause de la constante a_1 (de l'ordre de 0,8 point de pourcentage). Ceci peut s'expliquer par l'impact de la pression démographique sur le chômage, par l'afflux de travailleurs frontaliers ainsi que par le progrès de la productivité.

TABLEAU 14 : RÉPARTITION DES OBSERVATIONS DU LUXEMBOURG

	$\Delta Y > \frac{-a_1}{a_2 + a_3}$	$\Delta Y < \frac{-a_1}{a_2 + a_3}$
$\Delta U > 0$	2	9
$\Delta U < 0$	6	2

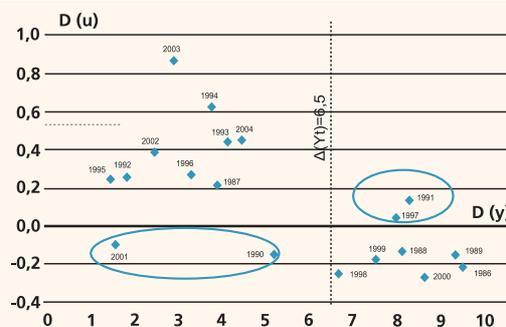
Source : ADEM, STATEC, calculs BCL

Il est intéressant de remarquer que l'essentiel des observations du Luxembourg (78,9%) se situent sur la diagonale du tableau ci-dessus, conformément à la loi d'Okun. Cependant, il faut remarquer qu'une croissance supérieure à la valeur estimée par $-a_1/(a_2 + a_3)$ n'est ni une condition nécessaire ni une condition suffisante pour baisser le taux de chômage. En effet, elle n'est pas une condition nécessaire parce qu'en deux occasions (1990 et 2001) le taux de chômage a baissé quand la croissance économique était en dessous de la valeur estimée. Elle n'est pas une condition suffisante parce qu'en deux occasions (1991 et 1997) le taux de chômage a augmenté même lorsque le taux de croissance était plus élevé que la valeur estimée. Ceci est illustré au graphique suivant.

Les losanges correspondent aux valeurs observées du différentiel du taux de chômage (en ordonnée) et du différentiel en logarithme du PIB (en abscisse). Sont entourées par une figure à la forme ovale les observations "atypiques" correspondant à la combinaison de croissance faible et diminution du chômage ou à la combinaison de croissance forte et augmentation du chômage. Compte tenu de la taille très limitée de l'échantillon, ces observations "atypiques" (qui ne sont pas conformes à la loi d'Okun) représentent plus de 20% des observations disponibles et ont pu biaiser le résultat de la régression. Une valeur peut être plus proche de la croissance moyenne observée, telle que 4,8% aurait permis d'intégrer l'année 1990 entre les observations conformes à la loi d'Okun. Cependant, il serait en tout cas impossible d'expliquer les observations en 1991, 1997, 1990 et 2001 seulement par rapport au taux de croissance économique.

En regardant les résultats des autres pays, il est possible de constater que l'ajustement de l'équation mesuré par le R^2 est généralement moindre pour le Luxembourg. D'ailleurs, le taux de croissance de l'économie nécessaire pour stabiliser le taux de chômage fluctue dans une marge assez étroite allant de 1,7% à 2,1% pour les autres économies, mais il est multiplié par trois pour le Luxembourg, où il atteint 6,5%. La structure atypique du marché de l'emploi luxembourgeois pourrait constituer une explication probable de cette moindre "réactivité" du taux de chômage à la conjoncture. En effet, la présence de travailleurs frontaliers au Luxembourg, qui participent à la production et donc à l'évolution du PIB, mais qui, lorsqu'ils perdent leur emploi, ne sont pas comptabilisés dans les statistiques du chômage, fragilise la relation entre l'évolution du taux de chômage et celle du PIB.

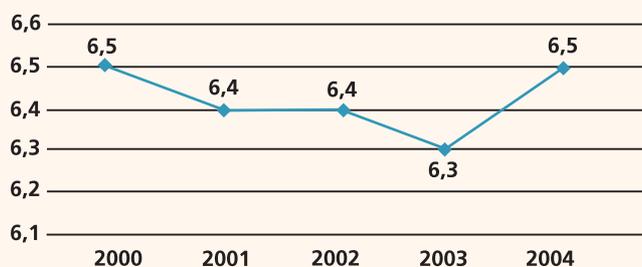
GRAPHIQUE 30 : RELATION ENTRE LA VARIATION DU TAUX DE CHÔMAGE AU SENS STRICT ET L'ÉVOLUTION DU PIB AU LUXEMBOURG



Source : ADEM, STATEC, calculs BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 31 : TAUX DE CROISSANCE NÉCESSAIRES POUR STABILISER LE TAUX DE CHÔMAGE AU LUXEMBOURG OBTENUS VIA UN MODÈLE DE RÉGRESSION GLISSANTE



Source : ADEM, STATEC, calculs BCL

Pour analyser un éventuel impact grandissant à travers le temps des travailleurs frontaliers sur la relation entre chômage et croissance, il semble opportun de répéter l'analyse avec une régression glissante. Ce type de régression consiste à ré-estimer la relation avec un nombre d'observations prédéfini, en avançant cette "fenêtre" à travers l'échantillon d'une observation à chaque fois. Les résultats sont présentés sous forme d'un graphique décrivant le taux de croissance nécessaire pour stabiliser le taux de chômage pour chaque période de seize ans se terminant à la date indiquée en abscisse. Le nombre d'observations dans la fenêtre glissante est certes peu important, mais il est contraint par la disponibilité des données de comptabilité nationale en version SEC 95.

Les résultats obtenus montrent que le taux de croissance requis afin de stabiliser le taux de chômage au Luxembourg a peu changé tout au long de la période sous revue. En effet, si l'on prend en considération la largeur des intervalles de confiance obtenus, les différences ne sont pas statistiquement significatives. Donc la régression glissante ne peut pas confirmer l'hypothèse d'un impact grandissant des frontaliers sur la loi d'Okun. Un recalcul de ces régressions glissantes avec les données de comptabilité nationale trimestrielle qui viennent de devenir disponibles s'impose afin de pouvoir tirer des conclusions plus affirmatives.

Bibliographie :

Cahuc P., A. Zylberberg ; *Economie du travail* ; De Boeck Université.

Kaufman R. ; *An international comparison of Okun's law* ; Journal of Comparative Economics ; vol.12, n°2, pp 182-203 ; June 1988.

Lee J. ; *The Robustness of Okun's law: Evidence from OECD countries* ; Journal of Macroeconomics ; vol.22, n°2, pp331-356 ; 2000.

Okun A. ; *Potential GNP: Its measurement and Significance* ; Cowles Foundation ; Yale University.

Faut-il oublier la perspective du plein-emploi ; Alternatives économiques ; L'état de l'économie ; Hors-série n°52-2ème trimestre 2002.

Schnabel Gert ; *Output trends and Okun's law* ; BIS Working Paper n°111, April 2002.

Evolution du coût salarial moyen par mois et par personne

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS¹¹, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 3,1% en 2004 après 3,2% au cours de l'année précédente. Si l'on observe les facteurs qui contribuent à cette quasi-stabilisation de la croissance du coût salarial en 2004, l'indexation continue tout comme l'année précédente à constituer la principale source de cette évolution (+2,1 pp, respectivement en 2003 et 2004), la contribution des autres composantes n'ayant que marginalement fléchi (+1.0 pp en 2004 après +1.2 pp en 2003).

Les principaux faits qui risquent d'influer significativement sur l'évolution de cet indicateur de coûts salariaux au cours de 2005 proviennent, d'une part, de l'augmentation salariale rétroactive qui va se décider dans les semaines à venir pour les employés du secteur public (qui représentent 25,7% de la masse salariale), et de l'entrée en vigueur du relèvement de certains taux de cotisation à la sécurité sociale¹², d'autre part, l'année 2004 restera largement influencée par l'échéance en octobre 2004 d'une tranche d'indexation, alors que la prochaine échéance se fera sentir, selon nos projections, dès la fin de l'année 2005.

¹¹ IGSS : Inspection Générale de la Sécurité Sociale.

¹² NB : L'impact de ces relèvements est de l'ordre de 0,15 point.

TABLEAU 15 : DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU COÛT SALARIAL MOYEN PAR MOIS ET PAR PERSONNE DANS L'OPTIQUE DE L'INDICATEUR DE COURT TERME DE L'IGSS

Années	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
1996	0,8	1,0	1,8
1997	2,3	0,6	2,9
1998	0,2	1,6	1,8
1999	1,0	1,9	3,0
2000	2,7	1,7	4,4
2001	3,1	2,3	5,5
2002	2,1	1,0	3,1
2003	2,1	1,2	3,2
2004	2,1	1,0	3,1

Trimestres	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
2004T1	2,5	1,0	3,5
2004T2	2,5	1,0	3,5
2004T3	0,8	0,9	1,7
2004T4	2,5	1,1	3,6

Mois	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
200410	2,5	0,0	2,5
200411	2,5	2,1	4,6
200412	2,5	1,0	3,5

Source : IGSS

1.2.7 Le commerce extérieur

Après deux années de baisse consécutive, le commerce extérieur du Luxembourg s'est fortement redressé au cours de l'année 2004. Les exportations de biens se sont ainsi établies à 9,8 milliards d'euros en 2004, soit une croissance de 10,8%, alors qu'elles s'étaient contractées respectivement de 1,9% et de 1,7% en 2003 et en 2002. De même, après deux ans de recul, les importations de biens ont fortement progressé (+11,2%) totalisant 13,5 milliards sur toute l'année 2004.

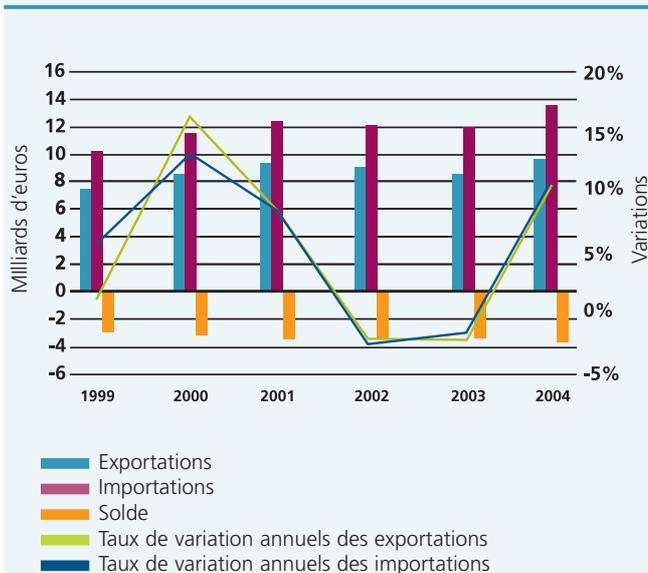
De ce fait, le déficit commercial du Luxembourg a atteint 3,7 milliards d'euros sur l'année 2004, soit une hausse de 12,3% par rapport à l'année 2003. Les données disponibles jusqu'en février 2005 montrent une résorption du déficit commercial qui a atteint 522,6 millions d'euros sur les deux premiers mois de 2005, soit une contraction de 5,8% par rapport aux deux premiers mois de 2004. Cette réduction s'explique par le fait que les exportations de biens, qui ont totalisé 1,7 milliard d'euros sur les deux premiers mois de 2005, ont enregistré une progression de loin plus importante (15%) que celle des importations (9% à 2,2 milliards d'euros).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Pour l'année 2004, la progression des importations de biens s'explique essentiellement par les approvisionnements en matières premières et en produits pétroliers ainsi que par les acquisitions d'aéronefs. Par ailleurs, les importations en provenance de tous les partenaires commerciaux ont augmenté, les hausses les plus significatives ayant concerné les Etats-Unis avec 91% (pays fournisseur d'aéronefs), le Japon (27,8%) et les pays émergents d'Asie (27%). Les hausses relativement modérées (8,4%) ont affecté les importations en provenance de l'Union européenne (UE25) qui représentent toutefois 90% des parts de marché.

La croissance des exportations du Luxembourg s'explique en grande partie par la bonne tenue des ventes du secteur sidérurgique qui a bénéficié de la hausse de la demande et des cours de l'acier sur les marchés internationaux. En termes de répartition géographique, les exportations à destination de l'Union européenne (UE 25) et des Etats-Unis se sont bien tenues tandis que les livraisons vers le Japon et les pays émergents d'Asie ont en général fortement reculé.

GRAPHIQUE 32 : COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG



Source : STATEC

1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Compte courant

Au cours de l'année 2004, la balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 2,26 milliards d'euros, soit une hausse de 15% par rapport au surplus de 2003. Cette amélioration résulte essentiellement de la forte croissance des transactions sur services qui ont dégagé un excédent record de 8,8 milliards d'euros en 2004, en hausse de 18% par rapport à l'année précédente. Contrairement à la balance des services, tous les autres soldes partiels se sont largement détériorés en 2004 comparés à l'année 2003.

L'amélioration de l'excédent des services s'explique en grande partie par l'embellie des services financiers dont le surplus a augmenté d'environ 23% pour se chiffrer à 6,5 milliards d'euros en 2004. Cette évolution très favorable est à mettre en relation avec la hausse des cours boursiers au niveau international dans la mesure où une grande partie des recettes provient des commissions encaissées sur base de la valeur des actifs détenus par les organismes de placement collectifs. Hors services financiers, soulignons les bonnes performances dans les services informatiques et d'information (dont l'excédent a doublé suite à l'implantation de nouvelles sociétés), ainsi que dans le domaine du fret aérien et dans les assurances.

La balance des marchandises s'est soldée par un déficit de 2,5 milliards d'euros sur toute l'année 2004, en hausse de 8,9% par rapport à l'année précédente. Tant les exportations que les importations ont enregistré des taux de croissance relativement forts (10% et 9,8% respectivement) qui s'expliquent largement par la hausse des prix de l'acier et du pétrole.

La balance des revenus a dégagé un déficit en hausse de 13% à 3 milliards d'euros sur toute l'année 2004. La progression continue du nombre des frontaliers et la hausse des salaires touchés sont à la base de la croissance de la rémunération nette des frontaliers qui s'est établie à 3,6 milliards d'euros en 2004 (8,2%). En ce qui concerne le revenu du capital, son excédent s'est contracté de 9,8% à 642 millions d'euros suite notamment à la réduction de la marge sur intérêts dans le secteur bancaire.

Enfin, l'aggravation du déficit des transferts courants (1 milliard d'euros en 2004 contre 477 millions en 2003) s'explique essentiellement par deux facteurs. Premièrement, les transferts nets de la BCL à la BCE dans le cadre de la répartition des revenus du seigneurage et en rémunération de ses engagements intra-Eurosystème découlant des opérations de politique monétaire. Deuxièmement, il y a lieu de souligner les versements nets de l'Etat luxembourgeois à la Belgique conformément aux accords conclus sur la répartition des accises communes.

1.2.8.2 Compte financier

Sur toute l'année 2004, les opérations financières du Luxembourg avec le reste du monde se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 2,5 milliards d'euros, en hausse de 905 millions par rapport à l'année 2003. Les investissements de portefeuille ont enregistré d'importantes entrées nettes (40 milliards) compensées largement par des sorties nettes de 43 milliards d'euros au titre d'investissements directs, de produits dérivés et d'autres investissements.

Du côté des engagements de portefeuille, les souscriptions aux titres luxembourgeois par des non-résidents ont fortement augmenté totalisant 110 milliards d'euros en 2004 contre 87 milliards l'année précédente. Tout comme pour les années précédentes, l'essentiel de ces entrées de fonds provient des émissions de parts d'OPC et d'obligations dans une moindre mesure. En revanche, du côté des avoirs, les résidents luxembourgeois ont modifié l'allocation de leur portefeuille en titres étrangers au cours de l'année 2004. A la faveur de la reprise des marchés boursiers internationaux, les résidents ont investi au total près de 70 milliards d'euros (le même montant qu'en 2003), dont 57% pour les actions (contre 43% en 2003) et le reste pour les obligations.

Les sorties nettes enregistrées par les investissements directs (1,6 milliard d'euros) ont nettement fléchi au cours de l'année 2004 comparées aux montants de 7,7 milliards d'euros en 2003 et 9,7 milliards en 2002. Les flux d'investissements directs réalisés par des sociétés luxembourgeoises à l'étranger ont en effet baissé presque de moitié pour atteindre 47,5 milliards d'euros sur l'année 2004. De même, les flux d'investissements directs étrangers au Luxembourg ont enregistré une importante chute en totalisant 45,9 milliards d'euros en 2004 contre 82 milliards l'année précédente. Tout comme pour les années précédentes, les flux d'investissement direct ont pris la forme, à plus de 80%, de prises de participation impliquant des sociétés holdings résidentes.

Pour toute l'année 2004, les flux d'autres investissements ont enregistré des sorties nettes d'environ 39 milliards d'euros. Ces sorties ont impliqué les trois principaux secteurs résidents, à savoir les "autorités monétaires" (transactions intra-Eurosystème liées à la politique monétaire), les "intermédiaires financiers monétaires" et les "autres secteurs" dont les avoirs envers les non-résidents ont largement augmenté.

TABLEAU 16 : BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG¹

Unité : Million EUR	2003			2004		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	81 531	79 567	1 964	90 435	88 175	2 259
Marchandises	10 020	12 359	-2 339	11 026	13 573	-2 547
Services	21 976	14 534	7 442	26 763	17 950	8 813
Revenus	46 085	48 748	-2 663	49 217	52 228	-3 011
Transferts courants	3 449	3 926	-477	3 428	4 425	-996
COMPTE DE CAPITAL	49	207	-158	26	266	-241
	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde
COMPTE FINANCIER²			-1 636			-2 541
INVESTISSEMENTS DIRECTS³	-89 535	81 810	-7 725	-47 525	45 907	-1 618
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-78 289	75 287	-3 003	-36 094	37 657	1 563
Autres opérations, Prêts intragroupes	-11 245	6 523	-4 723	-11 431	8 250	-3 181
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-69 724	87 015	17 292	-69 713	110 155	40 442
Titres de participation	-30 379	61 995	31 616	-36 454	96 449	59 995
Titres de créance	-39 344	25 020	-14 324	-33 259	13 706	-19 554
PRODUITS FINANCIERS DERIVÉS			5 946			-2 515
AUTRES INVESTISSEMENTS	-25 759	8 703	-17 056	-94 057	55 213	-38 844
AVOIRS DE RÉSERVE			-92			-5
Erreurs et omissions			-170			522

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 Investissement directs : les avoirs se réfèrent aux investissements directs du Luxembourg à l'étranger et les engagements aux investissements directs de l'étranger au Luxembourg.

Source : BCL, STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.9 Les projections macro-économiques

Les dernières projections macro-économiques de la BCL datent d'automne 2004 et ont été élaborées dans un contexte où l'économie luxembourgeoise avait déjà passé le cap du rebond conjoncturel et où le dynamisme de l'activité économique gagnait en vigueur. Une nette accélération de la croissance du PIB réel en 2004 par rapport à 2003 se profilait ainsi et, sur base des comptes nationaux pour l'année 2003, justifiait une fourchette de croissance s'étalant de 3,7% à 4,3% en 2004.

Depuis lors, les statistiques récentes ont non seulement confirmé mais également renforcé le constat d'une amélioration conjoncturelle. Les comptes nationaux pour l'année 2004 mettent notamment en exergue une croissance du PIB réel de l'ordre de 4,5% ce qui dépasse légèrement la borne supérieure de nos anticipations initiales. La progression des salaires est restée contenue de sorte que la marge de profit, en nette détérioration en 2001 et 2002, s'est améliorée pour la deuxième année consécutive.

Les indicateurs à court terme disponibles pour le début de l'année 2005 se caractérisent toujours par une évolution relativement favorable, quoique légèrement en-deçà des résultats de 2004. Ceci est en particulier le cas pour le climat des affaires dans l'industrie. Les chefs d'entreprises ont adopté un comportement relativement prudent au premier trimestre 2005, ce qui reflète vraisemblablement leurs craintes face à l'affaiblissement de la demande observée au deuxième semestre 2004 dans la zone euro d'une part et à un prix du pétrole qui oscille autour des 50\$/bl d'autre part.

En général, le scénario international tel qu'il prévalait dans les projections macro-économiques des institutions internationales en automne 2004 est toujours de mise. La seule modification importante concerne les hypothèses relatives au prix du pétrole, qui ont été fortement révisées à la hausse. Par contre, les hypothèses pour le commerce international ou le PIB mondial sont dans une large mesure restées inchangées. Les années 2005 et 2006 s'afficheraient certes en décélération par rapport à l'année 2004, mais les projections s'accordent toujours sur une expansion supérieure à la moyenne historique. En 2004, l'économie mondiale avait d'ailleurs connu son expansion la plus importante sur les 20 dernières années.

En revanche, la croissance mondiale élevée n'a pas induit une dynamique conjoncturelle plus favorable dans la zone euro qui demeure toujours en retrait par rapport à d'autres zones économiques. Pour la zone euro, le scénario central de croissance économique a de nouveau été révisé à la baisse par de nombreux observateurs depuis fin 2004. Ainsi l'Eurosystème a récemment revu à la baisse ses projections pour le PIB réel en 2005, passant d'une fourchette comprise entre 1,4% et 2,4% en automne 2004 à une fourchette s'étalant de 1,1% à 1,7% en juin 2005. L'optimisme qui prévalait précédemment a semblé excessif à l'aune d'une fin d'année 2004 moins dynamique qu'anticipé. Ce ralentissement observé à la fin 2004 est cependant jugé temporaire et il est toujours admis que la reprise économique s'affirmera également dans la zone euro. La révision à la baisse pour l'année 2005 est ainsi en grande partie la résultante d'un moindre acquis de croissance fin 2004. Un scénario plus pessimiste est écarté à l'heure actuelle, une reprise économique plus hésitante que prévu initialement constituant actuellement le scénario le plus communément admis.

La faiblesse conjoncturelle dans la zone euro provient avant tout d'une demande domestique atone, et en particulier d'une consommation et d'investissements privés qui évoluent en-deçà de ce que suggéreraient les déterminants traditionnels. Si le ravivement conjoncturel dans la zone euro dépend d'une multitude de facteurs, il apparaît qu'une reprise plus soutenue est avant tout tributaire de la transmission à la demande domestique de l'impulsion importante provenant actuellement du commerce et des exportations. Une fois cette transmission réalisée, le scénario d'une dynamique de croissance soutenue et auto-entretenu deviendra envisageable.

La demande internationale adressée au Luxembourg, qui constitue un facteur-clé pour une économie tournée vers l'extérieur, demeurerait certes sur un sentier d'expansion, mais, depuis automne 2004, elle a été fortement revue à la baisse pour 2005, témoignant surtout de la faible croissance dans la zone euro.

TABLEAU 17 : PROJECTIONS DES INSTITUTIONS INTERNATIONALES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL, RESPECTIVEMENT EN POINTS DE POURCENTAGE)

	2004	2005	2006
Commerce mondial (CE)	10,7 (+0,6 pp)	8,2(+0,1 pp)	7,4 (-0,3 pp)
PIB mondial (CE)	5,0	4,2 (-)	4,1 (-0,1 pp)
PIB zone euro (CE)	2,0	1,6 (-0,4 pp)	2,1 (-0,1 pp)
PIB zone euro (Eurosystème)	1,8	1,1 - 1,7	1,5 - 2,5
Demande internationale adressée au Luxembourg	6,7 (+0,1 pp)	5,1 (-1,7 pp)	6,2 (-0,2 pp)
Prix du pétrole en \$/bl ¹	38,3 (-0,7)	50,6 (+6,2)	50,7 (+9,9)
Taux de change \$/€	1,24 (-)	1,29 (-)	1,29 (-)

¹ Révisions en \$/bl

Source : Banque centrale européenne, Commission européenne

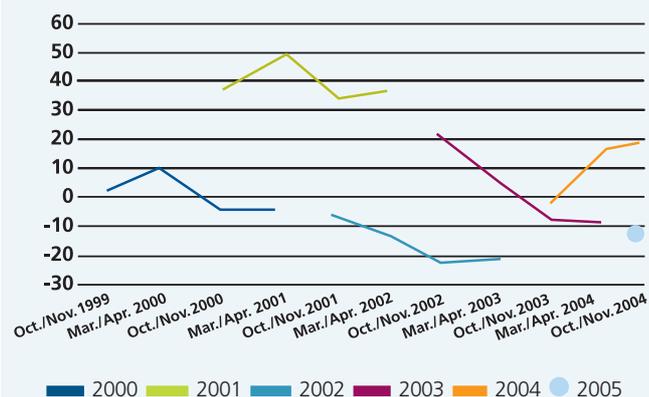
Dans la zone euro, les conditions financières demeurent en général très favorables, avec des taux d'intérêt réels à court terme proches de zéro, voire négatifs, et des taux à long terme historiquement bas. Aux Etats-Unis, le resserrement monétaire s'est en revanche poursuivi et ce durcissement des conditions monétaires s'est opéré sur fond d'un raffermissement conjoncturel et d'une volonté de réduire le biais expansionniste de la politique monétaire.

S'agissant du profil de la croissance économique au Luxembourg, les comptes trimestriels ajustés pour les variations saisonnières témoignent d'une forte croissance du PIB réel au quatrième trimestre 2004. Sur base de cette performance, il est concevable que la croissance trimestrielle ait décéléré au premier trimestre 2005. De même, le comportement attentiste des chefs d'entreprises dans l'industrie ainsi que le faible dynamisme des principales économies de la zone euro, hormis l'Allemagne¹³, ne laissent guère augurer un premier trimestre 2005 très favorable au Luxembourg. Pour le deuxième trimestre, le scénario d'une conjoncture relativement languissante semble également envisageable. Par ailleurs, les hypothèses techniques suggèrent qu'une reprise plus soutenue ne surviendra pas avant le deuxième semestre 2005. La croissance économique devrait être appréciable en 2005 et au-delà, mais dans le court terme, le dynamisme de l'économie sera probablement moins affirmé qu'en 2004.

¹³ La croissance du PIB réel en Allemagne s'est chiffrée à 1% au premier trimestre 2005, une performance en partie influencée par un ajustement statistique relatif aux jours ouvrables.

Pour ce qui est des composantes domestiques de l'optique dépenses du PIB, aussi bien la consommation privée que l'investissement privé non-résidentiel ont connu une évolution relativement mitigée au cours des années récentes. Dans une économie tournée vers l'extérieur, les composantes domestiques ne constituent certes pas l'unique déterminant de la croissance du PIB. Mais elles semblent témoigner d'un comportement relativement prudent des consommateurs et des investisseurs au Luxembourg. Des fondamentaux tels que le revenu salarial réel net d'impôts des ménages et la situation financière des entreprises, sont relativement bien orientés. Ils ne sont donc guère susceptibles de contrarier une hausse de ces deux composantes de la demande intérieure plus soutenue en 2005 qu'au cours des années 2001-2004. Par contre, l'investissement privé non-résidentiel, source d'augmentation des capacités de production de l'économie, sera vraisemblablement moins dynamique en 2005 qu'au cours de l'année précédente. Alors qu'en 2004 l'investissement avait de nouveau progressé après deux années consécutives de baisse, les enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie laissent entrevoir qu'en 2005, les entreprises vont comprimer leurs investissements par rapport à l'année 2004 (voir graphique). Les dépenses publiques, tant en matière de consommation que d'investissement, demeureront fortement orientées à la hausse selon les estimations de la BCL, qui reposent notamment sur le projet de budget 2005. Ceci étant, la dynamique conjoncturelle au Luxembourg reste largement tributaire des développements du commerce international. Les exportations devraient profiter d'une demande internationale bien orientée sur l'horizon de projection et demeureront de la sorte la composante la plus dynamique du PIB.

GRAPHIQUE 33 : 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 déduit 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 et telles que recensées en A+1.

Source : Commission européenne

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

S'appuyant sur l'analyse de la situation actuelle et dans le contexte d'un scénario international, mais surtout européen, tel qu'évoqué ci-dessus, il est justifié de revoir à la baisse les projections de la croissance économique pour l'année 2005, qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 3,2% à 3,8%. Les projections laissent entrevoir une dynamique intra-annuelle relativement atone, l'acquis de croissance fin 2004 s'élevant déjà à 2,2%. Selon les indicateurs actuels, la demande internationale pourrait en outre connaître une nouvelle accélération en 2006, ce qui laisserait présager une croissance économique de l'ordre de 3,9% en 2006. En somme, l'économie luxembourgeoise a connu une sortie relativement précoce du ralentissement conjoncturel observé lors de la période s'étalant de 2001 au premier semestre 2003. L'expansion demeure encore hésitante et la poursuite de la croissance sur une trajectoire plus élevée semble encore hypothéquée par une conjoncture européenne peu dynamique.

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, l'avenir se présente en demi-teintes. En cette matière, il convient en particulier de citer les éléments suivants. Les négociations salariales semblent basées sur un comportement relativement prudent des partenaires sociaux, ce dont témoigne en particulier le récent accord salarial dans le secteur bancaire. Cette modération s'explique notamment par le ralentissement économique récent et par la forte détérioration de la marge de profit des entreprises durant les années 2001 et 2002. Le salaire minimum a par ailleurs été relevé de 2,1% à partir du 1er janvier 2005. Nos projections sont en outre basées sur l'hypothèse que les salaires dans le secteur public ne seront pas ajustés en 2005 et 2006. De plus, la récente hausse des contributions sociales génère une incidence d'environ 0,14 pp sur le coût salarial moyen en 2005 et l'hypothèse de politique fiscale inchangée implique l'absence d'impact supplémentaire en 2006. L'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix, le renchérissement du pétrole, la montée du chômage et la volonté de maîtrise des coûts salariaux dans les pays voisins, plaident de concert pour une hausse plus modérée des salaires réels. Il en résulterait une stabilisation de la marge de profit en 2005 qui devrait légèrement s'améliorer en 2006 sur fond de l'accélération de la croissance économique.

Pour ce qui est de l'inflation, l'accélération des prix en 2005, plus importante qu'on ne l'avait encore estimé en automne 2004, résulte essentiellement de la hausse du prix du pétrole et des rigidités d'ajustement des prix relatifs face à un tel choc externe. Globalement l'IPCN devrait osciller autour d'un taux légèrement supérieur à 2% en 2005. La révision à la hausse des projections d'inflation induit une adaptation plus précoce de la prochaine tranche indiciaire, qui est désormais prévue pour la fin de l'année 2005. Le scénario à la baisse pour 2006 repose entre autres sur l'absence de nouvelles mesures fiscales, sur une inflation importée modérée et un prix du pétrole qui s'afficherait en baisse.

La forte hausse de l'emploi observée au courant de l'année 2004 rend improbable qu'une accélération supplémentaire survienne en 2005. Une conjoncture légèrement moins dynamique ne favorise d'ailleurs guère un tel scénario. Les effets temporaires, imputables entre autres à la progression de l'emploi dans le secteur public sur fond des travaux liés à la présidence de l'Union européenne, s'estomperont également au fil du temps. Par contre, si l'on considère que le caractère temporaire du ralentissement conjoncturel observé au début de l'année 2005 sera temporaire, il n'y a pas non plus lieu d'envisager un scénario plus pessimiste. La création d'emplois dans le secteur public a surtout bénéficié aux résidents luxembourgeois, ce qui du coup a également freiné la montée du chômage. Cependant, malgré l'amélioration conjoncturelle et l'embellie sur le front de l'emploi, aucun ralentissement des mesures pour l'emploi n'est perceptible. Par conséquent, le taux chômage au sens strict devrait au mieux se stabiliser au niveau élevé actuellement observé. Une étude sur la loi d'Okun confirme d'ailleurs qu'il faudrait une croissance du PIB réel d'au moins 6,5% pour stabiliser le taux de chômage au Luxembourg (voir sous 1.2.6) et ce taux à tendance à monter en cas de blocage des réformes requises.

**TABLEAU 18 : PROJECTIONS MACRO-ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES ET RÉVISIONS PAR RAPPORT À AUTOMNE 2004
(EN % DE VARIATION ANNUEL, RESP. EN POINTS DE POURCENTAGE)**

	Printemps 2005				Révisions		
	2003	2004	2005	2006	2004	2005	2006
PIB réel	2,9	4,5	3,2 - 3,8	3,5 - 4,3	0,4	-0,4	-
IPCH	2,6	3,2	3,5	2,2	-	0,5	0,5
IPCH énergie	1,2	11,8	9,5	0,6	-	5,4	3,2
IPCH excluant l'énergie	2,7	2,5	2,7	2,4	-	-0,2	0,3
IPCN	2,0	2,2	2,2	1,6	-0,1	0,1	-0,3
Echelle mobile des salaires	2,1	2,1	2,3	2,1	-	0,4	-0,2
Rémunération par tête	2,1	2,5	3,1	3,3	-0,5	0,3	-0,3
Emploi salarié	1,9	2,7	2,5	2,4	0,2	0,1	-
Taux de chômage	3,7	4,2	4,5	4,5	-	0,2	0,3

Source : BCL

1.2.10 Les finances publiques

1.2.10.1 Situation budgétaire : vue d'ensemble

Conformément à la nouvelle procédure budgétaire, le projet de budget de l'Etat central a été déposé à la Chambre des Députés en octobre 2004, pour être adopté en décembre. Le budget 2005 se caractérise par une augmentation des dépenses de près de 8% par rapport au budget définitif de 2004. Les recettes connaîtraient un rythme de croissance pratiquement semblable à celui des dépenses, de sorte que le budget se solderait par un déficit de l'ordre de 0,3% du PIB.

Comme l'indique le tableau 19, le budget définitif de 2004 se caractérisait par un déficit de même ampleur. Cependant, les comptes de l'Etat pour l'exercice budgétaire 2004, qui ont été présentés par le Ministre du Trésor et du Budget le 10 mai 2005, se sont en définitive soldés par un excédent de 71 millions d'euros - du moins avant affectation des surplus à divers fonds spéciaux - à la faveur de recettes plus dynamiques qu'escompté lors de l'établissement du budget 2004. Les recettes estimées au budget étaient il est vrai nettement sous-estimées, comme l'a d'ailleurs souligné la BCL dans son bulletin 2004/4 (page 67).

TABLEAU 19 : APERÇU DU BUDGET 2005 DE L'ÉTAT CENTRAL (EN MILLIONS D'EUROS, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Budget définitif 2004	Budget 2005 voté	Progression en termes nominaux
Recettes	6 392,6	6 902,5	+8,0%
Recettes courantes	6 242,7	6 828,7	+9,4%
Recettes en capital	149,8	73,8	-50,7%
Dépenses	6 476,7	6 991,5	+7,9%
Dépenses courantes	5 809,7	6 285,4	+8,2%
Dépenses en capital	667,0	706,1	+5,9%
Solde	-84,2	-89,0	--
dont solde courant	433,0	543,3	--
dont solde en capital	-517,2	-632,3	--

Source : Lois concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour les exercices 2004 et 2005.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Si l'Etat a en définitive enregistré un excédent au cours de l'exercice 2004, il n'en est pas de même de l'administration centrale appréhendée dans son acception large, qui résulte de la consolidation de l'Etat central au sens strict, des fonds spéciaux et de certains établissements publics. Selon les données publiées par le STATEC dans la note de conjoncture de mai 2005, l'administration centrale au sens large serait en effet déficitaire à raison de 2,4% du PIB. En se focalisant sur le seul Etat central au sens strict, la présentation budgétaire traditionnellement utilisée au Luxembourg offre une vision partielle de la situation budgétaire de l'Etat central au sens large et, a fortiori, de l'ensemble des administrations publiques. Pour rappel, ces dernières regroupent l'Etat central au sens large, les pouvoirs locaux et la sécurité sociale. Les dépenses de l'Etat central au sens strict à l'exclusion des dotations aux fonds spéciaux ont représenté moins de la moitié des dépenses non consolidées totales des administrations publiques en 2004. C'est pour cette raison que les commentaires qui suivent mettent en exergue les agrégats des administrations publiques considérées dans leur globalité, en conformité avec le système comptable standardisé européen SEC 95. Ce sont d'ailleurs ces agrégats qui servent de référence à la mise en œuvre de la surveillance budgétaire multilatérale au niveau européen.

1.2.10.2 Les recettes

Alors qu'il avait enregistré une relative stabilité au cours des années précédentes, le ratio des recettes au PIB s'est replié à raison de près d'1% du PIB en 2004. Cette évolution reflète une atonie plus manifeste encore des impôts directs, dont le produit s'est établi à moins de 14% du PIB en 2004, soit 1,8% de moins que l'année précédente. Ce déclin sans précédent est intégralement imputable à une nette décélération de la perception des soldes de l'impôt commercial communal et de l'impôt sur le revenu des collectivités relatifs aux exercices fiscaux antérieurs. Les cotisations sociales et les autres recettes ont également marqué le pas, dans une moindre mesure cependant. La relative faiblesse des cotisations reflète une décélération de la croissance de la base taxable - soit la masse salariale pour l'essentiel - par rapport au PIB. Le recul du ratio des "autres recettes" à raison de 0,2% du PIB résulte quant à lui de la diminution des revenus d'intérêt dans un contexte caractérisé par la conjonction de taux d'intérêt historiquement bas et par un fléchissement des actifs totaux des administrations publiques par rapport au PIB.

TABLEAU 20 : RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données STATEC mars 2005						Projections BCL printemps 2005		
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Impôts directs	15,7	15,4	15,5	16,0	15,7	13,9	14,0	14,1	14,0
Impôts indirects	14,2	14,6	14,0	13,7	13,8	15,2	15,4	15,2	15,0
Cotisations sociales	11,4	11,2	12,0	12,2	12,4	12,2	12,3	12,3	12,2
Autres recettes	4,2	4,1	4,2	4,3	3,9	3,7	3,7	3,6	3,6
Recettes totales	45,5	45,3	45,7	46,2	45,8	45,0	45,4	45,2	44,8
Croissance nominale des recettes totales (%)	9,3	12,9	4,5	4,8	4,0	5,3	6,3	5,6	5,2
Pour mémoire : recettes programme de stabilité					45,6	43,4	44,6	44,6	44,7

Source : IGF, IGSS, STATEC, UCM, sixième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2003-2007, calculs BCL.

Note : Les ratios de recettes issus de l'actualisation du programme de stabilité diffèrent quelque peu des autres ratios. Ces divergences résultent du fait que les données STATEC telles qu'elles sont reprises ci-dessus de même que les projections de la BCL incorporent les transactions avec les institutions de l'Union européenne. Par ailleurs, les dates de diffusion des statistiques ne sont pas identiques.

Ces évolutions négatives ont été contrebalancées par une sensible progression des impôts indirects. Le montant de ces impôts s'est en effet établi à quelque 15,2% du PIB en 2004, soit le niveau le plus élevé depuis l'établissement par le STATEC des comptes SEC 95 des administrations publiques. Ce sursaut s'explique par l'effet conjugué de cinq facteurs favorables. En premier lieu, la hausse des prix du pétrole a mécaniquement conforté les recettes de TVA perçues sur les ventes de produits énergétiques. En second lieu, le sensible alourdissement de la taxation des dérivés du tabac en France a induit une hausse de la consommation de produits similaires vendus au Luxembourg, avec à la clef des revenus d'accises additionnels. En troisième lieu, les recettes de TVA se sont nettement accrues à la faveur de l'installation au Luxembourg de firmes actives dans le domaine du commerce électronique. En quatrième lieu, les autorités ont rehaussé à concurrence de 0,3% du PIB la taxation de dérivés du tabac et de certains produits énergétiques. Enfin, la progression des cours boursiers enregistrée dans le courant de 2004 a stimulé le rendement de la taxe d'abonnement sur la valeur d'inventaire des fonds d'investissement.

Tant le ratio de recettes que ses diverses composantes devraient manifester une assez grande stabilité de 2005 à 2007. Rappelons que l'ensemble de nos projections de finances publiques sont faites "à politique inchangée", c'est-à-dire que seules sont prises en compte les mesures connues avec un degré de détail suffisant, qui ont été approuvées ou sont susceptibles de l'être. Le ratio afficherait une certaine progression en 2005 sous l'effet de nouvelles mesures discrétionnaires, à savoir le rehaussement des cotisations sociales pour les soins de santé en nature, l'augmentation de la TVA sur l'essence et l'imposition accrue du diesel.

Cependant, le ratio s'inscrirait à nouveau à la baisse en 2006 et en 2007. La base d'imposition des impôts indirects manifesterait en effet un moindre dynamisme que le PIB. De surcroît, les revenus du patrimoine continueraient à s'étioler en raison principalement du fléchissement des actifs totaux des administrations publiques. Les impôts directs demeureraient quant à eux riveés au niveau d'étiage de 14% du PIB. La non-indexation des barèmes de l'impôt sur les traitements et les salaires contribuerait à accroître les recettes à raison d'environ 0,1% du PIB sur l'horizon 2005-2007. L'instauration d'un prélèvement à la source sur les revenus d'intérêt des particuliers non-résidents, qui devrait en principe devenir opérationnel le premier juillet 2005, exercerait un impact plus favorable encore. Cependant, ces deux facteurs de progression des impôts directs seraient peu ou prou compensés par une nouvelle décélération de la perception de l'impôt commercial communal et de l'impôt sur le revenu des collectivités.

Sur la période 2003 à 2007 considérée dans son ensemble, le ratio de recettes calculé par le STATEC (ou projeté par la BCL) et le ratio correspondant figurant dans la sixième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg évolueraient de concert. Le ratio relatif à 2004 constitue certes une exception à cet égard, ce qui reflète l'utilisation, dans l'actualisation précitée, du budget 2004 comme base d'évaluation. Le ratio relatif à 2005 tel qu'il est repris dans la même actualisation n'est nullement entaché du même biais, car il a été inféré sur la base de données issues du budget 2005, qui sont forcément plus récentes.

Hypothèses de base des projections de finances publiques de printemps 2005

Les projections de finances publiques sont pleinement compatibles avec les autres projections macro-économiques de la BCL, qui sont également décrites dans le présent rapport. Ces dernières se caractérisent notamment par un taux de croissance du PIB de 3,2-3,8% en 2005 et légèrement inférieur à 4% par an les deux années suivantes. Les projections relatives à l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), à l'impôt commercial communal et à l'impôt de solidarité de 4% sur l'IRC ont été effectuées sur la base de l'évolution de l'excédent brut d'exploitation et des provisions pour impôts des établissements de crédit. Il est extrêmement difficile d'appréhender le produit futur de ces impôts, en raison de l'imprévisibilité des soldes d'impôt relatifs aux exercices fiscaux antérieurs. Selon les projections de la BCL, les impôts directs à charge des sociétés s'établiraient à 5,8% du PIB en 2007, soit un niveau quelque peu en retrait du montant de 6,1% du PIB observé en 2004 en raison d'un affaïssement progressif de la collecte des soldes d'impôt relatifs aux exercices fiscaux antérieurs.

Les impôts directs à charge des ménages estimés à partir de 2005 comprennent l'incidence estimée de la directive européenne sur la fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêt (2003/48/CE) et de la loi luxembourgeoise afférente, cette dernière ayant été adoptée par la Chambre des Députés le 12 avril 2005. Ces dispositions législatives devraient en principe entrer en vigueur le 1er juillet 2005. L'incertitude qui entoure l'estimation des retombées budgétaires de l'instauration d'un prélèvement à la source sur les revenus d'intérêt des particuliers non-résidents est considérable. L'ampleur de ces retombées dépend en effet étroitement du comportement d'allocation de portefeuille des investisseurs, qui pourrait être influencé par des considérations de nature subjective, ainsi que de la façon dont les établissements financiers mettront les nouvelles dispositions en oeuvre.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le produit des autres impôts a généralement été inféré à partir d'un indicateur reflétant l'évolution de la base imposable et sur la base du coefficient d'élasticité correspondant. Ainsi, l'indicateur relatif aux cotisations sociales et à l'impôt sur les traitements et salaires est la masse salariale. Le produit des cotisations estimé pour 2005 a bien entendu été rehaussé de l'impact de la hausse de 5,1 à 5,4% des cotisations pour prestations de santé en nature, qui a été quelque peu contrebalancée par la diminution des cotisations relatives à l'assurance accidents. Les impôts indirects sont quant à eux estimés sur la base de l'évolution projetée de la consommation privée et du montant additionnel généré par les activités des prestataires de services électroniques. Les projections incorporent également l'incidence budgétaire des mesures de relèvement de la fiscalité indirecte intégrées au budget 2005. Ces dernières mesures devraient induire environ 60 millions d'euros de recettes additionnelles. Enfin, l'estimation des recettes perçues au titre des impôts indirects a été réajustée à la hausse, afin de prendre en compte l'incidence du renchérissement des dérivés du pétrole.

Les dépenses de pension et les prestations familiales sont estimées au moyen d'un modèle démographique, tandis que les dépenses de santé sont projetées sur la base de données de l'UCM, notamment le budget 2005 des caisses de maladie et les tableaux de bord périodiques. L'estimation de la rémunération des agents de l'Etat intègre le mécanisme d'indexation et une dérive salariale de 1,5% par an. Par hypothèse, la progression du traitement des agents de l'Etat résultant des prochains accords salariaux ne dépasserait pas 0,3% par an de 2005 à 2007. Enfin, le nombre d'agents s'accroîtrait de 2% en 2005 et en 2007 et d'un peu plus d'1% en 2006, cette dernière décélération résultant de la fin de la présidence luxembourgeoise de l'UE à partir de juillet 2005. La croissance des investissements publics a été estimée sur la base du projet de budget 2005, du programme pluriannuel des dépenses en capital 2004-2008 et de l'évolution des dépenses d'investissement des communes observée depuis 1990. L'impact sur les investissements d'une décision d'Eurostat datant de février 2004, qui se rapporte aux partenariats public-privé, a également été pris en compte. Par hypothèse, cette décision rehaussera le niveau estimé des dépenses à raison de 0,5% du PIB en 2005, 2006 et 2007. Il a également été supposé que les dépenses des fonds spéciaux relatives à 2005 seront en moyenne exécutées à raison d'environ 90% des montants prévus à l'annexe du projet de budget 2005. Par ailleurs, le montant des transferts en capital, qui ont par le passé fait montre d'une grande instabilité, est traditionnellement surestimé au printemps. Afin de pallier ce biais, il a été supposé que ces transferts passeront de 2,0% du PIB en 2004 à 1,8% l'année suivante, avant de revenir à 1,7% du PIB en 2006 et en 2007. Enfin, les autres dépenses ont pour la plupart été estimées sur la base du projet de budget 2005 et d'une observation de leur comportement historique.

1.2.10.3 Les dépenses

TABLEAU 21 : DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données STATEC mars 2005						Projections BCL printemps 2005		
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Transferts sociaux	20,1	18,8	20,1	21,4	22,4	22,5	22,7	22,7	22,7
Investissements publics	4,6	4,0	4,4	5,1	4,9	5,0	5,5	5,6	5,6
Dépenses de consommation ¹	11,4	10,8	11,4	11,9	12,2	12,2	12,4	12,3	12,2
Subsides ²	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Autres dépenses	4,4	3,8	1,9	3,8	4,0	4,6	4,3	4,3	4,2
Dépenses totales	42,1	39,1	39,5	44,0	45,3	46,1	46,8	46,8	46,6
Croissance nominale des dépenses totales (%)	8,7	5,4	9,8	9,8	8,3	9,0	7,0	6,1	5,7
Pour mémoire :									
dépenses programme de stabilité					44,9	44,8	45,6	45,5	45,7

¹ Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

² A l'exclusion des transferts en capital. Les ratios de dépenses issus de l'actualisation du programme de stabilité diffèrent quelque peu des autres ratios. Ces divergences résultent du fait que les données STATEC telles qu'elles sont reprises ci-dessus de même que les projections de la BCL incorporent les transactions avec les institutions de l'Union européenne. Par ailleurs, les dates de diffusion ne sont pas identiques. Les dépenses enregistrées en 2001 ont été négativement affectées par une opération non récurrente, à savoir la vente d'une licence d'exploitation à la société SES Global. Ce facteur explique la forte diminution du poste "autres dépenses" en 2001. Les taux de croissance nominaux ont été expurgés de l'incidence de cette opération, dont le montant équivaut à 1,9% du PIB de 2001.

Source : IGF, IGSS, STATEC, UCM, sixième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2003-2007, calculs BCL.

Le ratio des dépenses au PIB a continué à progresser en 2004, pour s'établir à plus de 46% du PIB en dépit d'une forte progression du PIB nominal. Les investissements publics sont demeurés à un niveau élevé, malgré l'incidence négative d'une vente de biens immobiliers, dont le montant s'est élevé à plus de 0,2% du PIB. L'impact de la vente a en effet été plus que compensé par l'incidence d'une révision méthodologique mise en œuvre dans la foulée d'une décision adoptée par Eurostat en février 2004, relative au traitement statistique des partenariats public-privé. Conformément à cette décision, les investissements effectués par des promoteurs immobiliers privés sous l'égide du fonds de garantie ont été assimilés aux investissements publics. Il en a résulté une réévaluation à la hausse de ces derniers, à concurrence de 0,6% du PIB en 2004.¹⁴

Toutes les catégories de dépenses reprises au tableau ont évolué en phase avec le PIB en 2004, à l'exception des "autres dépenses", qui ont nettement progressé sous l'influence de la composante "transferts en capital". Ces derniers se sont en effet élevés à 2% du PIB, alors qu'ils se limitaient à 1,5% du PIB en 2003. Le montant des transferts en capital est cependant traditionnellement surestimé dans les comptes de printemps, en raison d'informations toujours parcellaires sur le taux d'exécution de ces dépenses.

1.2.10.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale

Afin de pallier ce biais, les projections 2005-2007 de la BCL reposent sur le postulat d'une diminution progressive du ratio des transferts en capital au PIB.

En dépit de cette hypothèse et de l'effet de dilution induit par une croissance économique soutenue, le ratio des dépenses demeurerait supérieur à 46% du PIB tout au long de l'horizon de projection. Les investissements publics demeureraient en effet élevés, en raison notamment de l'absence postulée de nouvelles ventes de biens immobiliers. Les transferts sociaux culmineraient à près de 23% du PIB, car l'impact des mesures de restriction adoptées dans le secteur des soins de santé serait plus que compensé par l'indexation des pensions aux salaires réels, en 2005 et en 2007. Enfin, le budget 2005 de l'Etat central devrait contribuer à exacerber la progression des dépenses.

Le ratio de dépenses projeté par la BCL pour l'année 2007 atteindrait 46,6% du PIB, soit davantage que l'estimation correspondante issue de la sixième actualisation du programme de stabilité. Une partie de cet écart, soit environ 0,2% du PIB, est cependant imputable à des différences méthodologiques.

TABLEAU 22 : SOLDES BUDGÉTAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Soldes effectifs (Capacité (+) ou besoin (-) de financement)									
Données STATEC mars 2005							Projections BCL		
Ensemble des administrations publiques	3,4	6,2	6,2	2,3	0,5	-1,1	-1,4	-1,6	-1,8
dont Etat central	1,7	3,1	3,1	-0,2	-1,4	-2,4	-3,0	-3,2	-3,3
dont communes	0,2	0,5	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
dont sécurité sociale	1,5	2,6	2,9	2,4	1,9	1,4	1,7	1,7	1,6
Programme de stabilité					0,8	-1,4	-1,0	-0,9	-1,0
Soldes des administrations publiques après des évolutions cycliques									
Estimation du printemps 2005 de la BCL ¹	3,4	5,2	5,2	1,7	0,6	-0,8	-1,0	-1,4	-1,7
Estimation Programme de stabilité	--	--	--	--	0,8	-1,4	-0,9	-0,5	-0,6

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

Source : STATEC, sixième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2003-2007, calculs BCL

¹⁴ L'impact sur les dépenses publiques totales a été légèrement moins important, du fait de la déduction de l'amortissement des emprunts contractés par les promoteurs privés.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Les administrations publiques ont sans discontinuer dégagé des excédents budgétaires de 1993 à 2003, ces derniers ayant même culminé à plus de 6% du PIB en 2000 et 2001. La survenance d'un déficit significatif en 2004 (1,1% du PIB) constitue une inflexion majeure à cet égard. La détérioration des finances publiques observée en 2004 s'explique par un taux de croissance des recettes (+5,3%) nettement en retrait de la sensible progression des dépenses (+9%). Comme l'indique le tableau ci-joint, tous les sous-secteurs des administrations publiques ont alimenté, à des degrés divers, cette détérioration. Ainsi, l'Etat central aurait selon la comptabilité nationale accusé un besoin de financement égal à quelque 2,4% du PIB, l'essentiel de ce montant étant imputable à la divergence croissante entre les ressources et les dépenses des fonds spéciaux. Si les pouvoirs locaux ont enregistré un déficit en 2004, du fait du fléchissement du produit de l'impôt commercial communal, cette dégradation a en définitive été assez circonscrite, en raison d'une diminution des investissements communaux. Enfin, les traditionnels excédents de la sécurité sociale auraient décliné pour la troisième année consécutive, du fait notamment d'un accroissement très soutenu des dépenses de l'assurance maladie-maternité et à cause de cotisations sociales moins dynamiques que le PIB.

Les projections de printemps de la BCL laissent augurer une nouvelle détérioration budgétaire au cours de la période 2005 à 2007. En 2005, le caractère globalement expansionniste du budget 2005 et des investissements élevés donneraient lieu à une nouvelle augmentation du besoin de financement de l'Etat central, dont le montant atteindrait 3,0% du PIB. L'accroissement de l'excédent de la sécurité sociale, dans le sillage de la mise en œuvre des mesures restreignant la croissance des dépenses de santé et à la faveur de la hausse des cotisations de santé en nature, contrebalancerait partiellement l'impact du déficit accru de l'Etat central. En définitive, le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques passerait de 1,1% du PIB en 2004 à 1,4% en 2005. En dépit d'une situation conjoncturelle assez porteuse, il accuserait une nouvelle dégradation tant en 2006 qu'en 2007. Le besoin de financement se monterait à 1,8% du PIB en 2007, demeurant de la sorte inférieur à la valeur de référence de 3% du PIB.

A l'instar du solde effectif, le solde apuré des mouvements cycliques tendrait à se détériorer de 2004 à 2007 selon les estimations de la BCL, d'autant que la composante cyclique du déficit tendrait à s'étioler sous l'effet de l'amélioration de la situation conjoncturelle. Les auteurs de la sixième actualisation du programme de stabilité conviennent également de la survenance de significatifs déficits apurés de 2004 à 2007¹⁵.

¹⁵ Le profil d'évolution différent s'explique par la sous-estimation des recettes relatives à l'année 2004 dans l'actualisation du programme de stabilité (voir le point 1.2.10.2 ci-dessus).

GRAPHIQUE 34 : PROBABILITÉ D'UNE VIOLATION DE LA VALEUR DE RÉFÉRENCE DE 3% AU COURS D'UNE LÉGISLATURE EN FONCTION DE L'OBJECTIF BUDGÉTAIRE À MOYEN TERME (OMT) RETENU (EN POURCENTAGES)



Note : Calculs basés sur les écarts de production inférés sur la période 1970-2004, tels qu'ils sont calculés par la BCL au moyen de la méthode d'Hodrick-Prescott. Pour chaque année de la période d'observation, un solde budgétaire conditionnel est dégagé en fonction de l'objectif à moyen terme retenu, de l'écart de production et de la semi-élasticité du solde budgétaire au PIB (soit 0,33). La composante "erratique" du solde budgétaire telle qu'elle a été dégagée pour le Luxembourg par la Commission européenne dans "Public Finances in EMU 2000", soit 0,6% du PIB en moyenne, est ajoutée au solde effectif conditionnel calculé de la sorte. Le nombre de période successive de 5 ans renfermant un solde effectif conditionnel supérieur à 3% est ensuite calculé. La probabilité reprise au graphique est égale à ce nombre divisé par 35, soit la longueur de la période d'observation. Cette méthode est compatible avec la méthode de calcul des soldes apurés appliquée par la BCL. Ses résultats dépendent du profil d'évolution des écarts de production observés dans le passé.

Source : STATEC

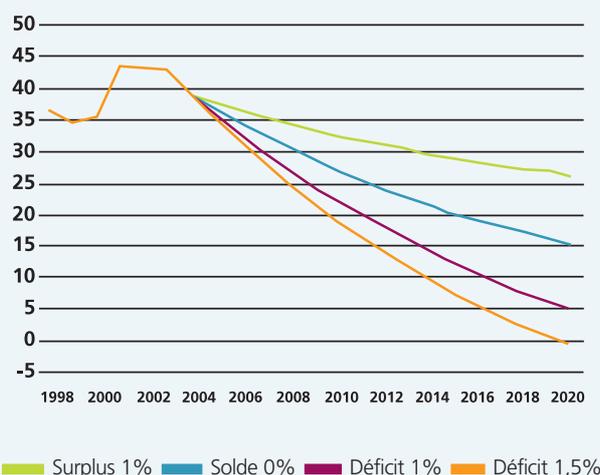
Comme l'indique le graphique repris ci-dessus, un déficit apuré de l'ordre d'1% du PIB ne permettrait pourtant nullement d'assurer un respect durable de la valeur de référence de 3% du PIB du Traité établissant la Communauté européenne. La probabilité qu'un tel objectif budgétaire à moyen terme donne lieu à un déficit effectif supérieur à 3% du PIB pendant au moins une année sur un horizon de 5 ans dépasserait en effet le seuil des 50%, du fait de la volatilité des inflexions macro-économiques et de l'existence d'autres composantes erratiques du solde effectif, par exemple une diminution de la base taxable par rapport au PIB ou encore une diminution de l'élasticité des impôts aux indicateurs d'activité.

Un objectif budgétaire à moyen terme correspondant au déficit apuré estimé par la BCL pour l'année 2007, soit environ 1,5%, se traduirait par une probabilité plus élevée encore, égale à près de 60%. Il apparaît d'ailleurs que seul un solde apuré en équilibre ou en excédent soit réellement compatible avec le respect de la valeur de référence précitée. Ces résultats indiquent qu'il serait dans l'intérêt du Luxembourg de définir un objectif budgétaire à moyen terme qui soit plus ambitieux que la limite de -1% du PIB reprise dans le récent accord relatif à la réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance (voir l'encadré).

L'examen de l'évolution du patrimoine financier net des administrations publiques luxembourgeoises met également en relief la nécessité de définir des objectifs budgétaires à moyen terme relativement exigeants. Comme l'indique le graphique repris ci-joint, seul l'objectif à moyen terme d'un solde équilibré, voire même excédentaire, donnerait lieu à un niveau toujours appréciable d'actifs financiers nets vers 2020. Dans tous les autres cas de figure, ces derniers tendraient à disparaître, ce qui altérerait la capacité de l'économie luxembourgeoise à amortir des chocs externes.

Des objectifs de soldes budgétaires à moyen terme suffisamment ambitieux s'imposent d'autant plus que la soutenabilité à terme de la sécurité sociale n'est nullement assurée, du fait notamment de la prévisible montée en puissance des prestations de pension en faveur des travailleurs frontaliers et de la forte hausse tendancielle des dépenses de santé. Par ailleurs, il importe de ménager des marges de manœuvre budgétaires permettant à l'Etat de faire face à divers besoins en matière de logement, de transport, d'éducation supérieure et de recherche ou encore dans le domaine de l'aide au développement. Enfin, les recettes d'impôts indirects sont actuellement élevées du fait de la conjonction de plusieurs facteurs favorables. Cet état de fait pourrait ne pas perdurer à terme, par exemple en cas de modification du traitement fiscal des transactions de commerce électronique.

GRAPHIQUE 35 : ÉVOLUTION DES AVOIRS FINANCIERS NETS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES EN FONCTION DE DIVERS OBJECTIFS BUDGÉTAIRES À MOYEN TERME (ETAT CENTRAL, COMMUNES ET SÉCURITÉ SOCIALE)(EN POURCENTAGES DU PIB)



Note : Les avoirs financiers nets (AFN) sont égaux aux actifs totaux des administrations publiques, y compris le portefeuille de participations évalué à sa valeur d'acquisition. Ces avoirs sont ensuite diminués de la dette brute non-consolidée. De 1998 à 2004, les avoirs des communes ont été estimés sur la base de l'évolution de leurs revenus d'intérêts. Les participations de l'Etat sont quant à elles estimées à leur valeur d'acquisition. A partir de 2005, les AFN sont calculés sur la base des soldes budgétaires à moyen terme. L'incidence sur les AFN des variations des cours de change ou du prix des actifs financiers est supposée nulle tout au long de l'horizon d'observation. Par hypothèse, le PIB nominal s'accroît de 6% par an de 2008 à 2020 et l'écart de production est nul sur la même période.

Source : STATEC, Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Députés, rapports d'activité du Ministère des Finances, 6^{ème} actualisation du programme de stabilité, Trésorerie de l'Etat, IGSS, UCM, calculs BCL.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance

Sous la présidence luxembourgeoise, le Conseil ECOFIN est parvenu, le 20 mars 2005, à un accord sur la réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). Pour rappel, le PSC régit la surveillance multilatérale des politiques budgétaires au sein de l'Union européenne. Il comprend un volet préventif, dont les programmes de stabilité et de convergence constituent la pierre angulaire, et un volet correctif, qui repose essentiellement sur la procédure concernant les déficits excessifs (EDP). La Commission européenne a récemment diffusé des propositions de règlements visant à amender le volet préventif (règlement n° 1466/97) et le volet correctif (règlement n°1467/97).

Les principaux aspects de la réforme sont les suivants :

Volet préventif :

Différenciation des objectifs de soldes budgétaires à moyen terme (OMT) en fonction des caractéristiques des économies nationales. Définis en moyennes de cycles, les OMT visent à permettre de faire face notamment aux aléas conjoncturels, tout en assurant le respect de la valeur de référence de 3% de déficits. En vertu de la réforme, les OMT seront désormais recalculés régulièrement, en principe tous les 4 ans. Cette redéfinition s'effectuera en fonction de la croissance potentielle de chaque pays et du niveau d'endettement. L'OMT sera de ce fait moins contraignant pour des pays à endettement faible et à croissance élevée tels que le Luxembourg. Le solde à moyen terme ne pourra cependant être inférieur à -1% du PIB. A terme, le calcul des OMT intégrera des aspects de soutenabilité à terme.

* Le solde apuré de la conjoncture et de l'incidence de mesures temporaires devra s'améliorer à raison de 0,5% du PIB par an tant que l'OMT ne sera pas atteint, 0,5% constituant un "benchmark". L'ajustement sera cependant plus important en période de haute conjoncture, c'est-à-dire lorsque le PIB est supérieur à son niveau potentiel. Le calcul des écarts de production revêt une importance particulière dans ce contexte.

* Prise en compte des réformes structurelles lors de la définition du cheminement vers les OMT. En dépit de leur coût à court terme, ces réformes sont susceptibles d'induire des retombées favorables à moyen terme, à savoir des économies budgétaires ou un taux de croissance potentiel plus élevé. Les Etats membres devront établir l'existence de ces retombées sur la base d'analyses coût-bénéfice des réformes.

Volet correctif :

* Les délais pour la correction des déficits excessifs seraient allongés, pourvu que des "circonstances spéciales" puissent être invoquées. Les délais pourraient par ailleurs être modifiés pendant le déroulement de la procédure en cas de détérioration imprévue de la situation économique.

* Avant même la discussion relative à la réforme, la valeur de référence de 3% pouvait être dépassée dans certains cas. La réforme élargit les possibilités de dépassement. En premier lieu, un Etat membre pourrait excéder la valeur de référence en invoquant les "facteurs pertinents", à condition que le dépassement de la valeur de référence induit par ces facteurs soit temporaire et que le déficit demeure proche de 3% du PIB. Les "facteurs pertinents" ne constituent pas une innovation, puisqu'ils sont mentionnés à l'article 104, paragraphe 3 du traité établissant la Communauté européenne. Le principal apport de l'accord est une définition assez large de ces facteurs. En second lieu, les "circonstances exceptionnelles", qui permettent d'excéder la valeur de référence en cas de ralentissement économique, sont définies de façon nettement moins stricte que précédemment. Elles ne pouvaient jusqu'à présent être invoquées qu'en cas de croissance du PIB inférieure à -2%, ou à -0,75% dans certaines circonstances. Il suffira désormais d'une croissance négative, ou encore d'une progression du PIB durablement inférieure à la croissance potentielle. En troisième lieu, un écart par rapport à 3% de déficit pourrait être admis s'il reflète la mise en œuvre d'une réforme du système de pension. Les coûts de transition vers un système davantage basé sur la capitalisation seraient pris en compte selon une formule dégressive.

* Une plus grande attention (examen qualitatif) sera accordée à l'évolution de la dette publique. Pour rappel, la dette brute consolidée ne devrait en principe pas excéder la valeur de référence de 60% du PIB.

En parallèle, le Conseil a formulé un certain nombre de suggestions, qui visent à promouvoir la "peer review" et la "peer pressure" et à améliorer la qualité des statistiques de finances publiques. La Commission a d'ailleurs proposé à cette fin divers amendements au règlement n°3605/93.

Comme l'a indiqué le communiqué du Conseil des gouverneurs diffusé le 21 mars, certains aspects de la réforme du PSC paraissent assez préoccupants. Ainsi, la nouvelle procédure EDP devient extrêmement complexe, et elle multiplie les possibilités d'échappatoires pour les Etats membres présentant un déficit excessif. En outre, la mise en œuvre de la nouvelle définition des OMT pourrait s'avérer très ardue, en particulier lorsque des indicateurs de soutenabilité à terme devront être pris en compte. En outre, les nouveaux OMT ne garantiraient pas suffisamment le respect de la valeur de référence dans des économies à croissance élevée et à endettement faible. Enfin, il est particulièrement difficile de cerner l'impact à moyen terme des réformes structurelles.

Au-delà du constat de ces carences, l'impact du nouvel accord sur la situation budgétaire dépendra intimement des modalités présidant à sa mise en œuvre. Ce constat est particulièrement pertinent en ce qui concerne la prise en compte des réformes structurelles. Cette dernière s'apparente a priori à l'ouverture de la boîte de Pandore, tant l'identification des retombées favorables de réformes de ce type est ardue. Cependant, cette "indétermination" peut être grandement atténuée si les modalités d'application des analyses coût-bénéfice sont précisées au niveau européen. De surcroît, les cadres d'analyse détaillés devraient être publiés et confrontés aux méthodologies adoptées dans d'autres Etats membres. Il importe également de lutter contre certaines pratiques, qui consisteraient à assimiler abusivement des mesures dispendieuses à des mesures structurelles, sur la base d'engagements à moyen terme assez diffus (par exemple et à titre illustratif, une augmentation à court terme des pensions en échange d'une hypothétique suspension de l'indexation des pensions sur un horizon de moyen terme).

Le même raisonnement peut s'appliquer mutatis mutandis à la définition des OMT. Ces objectifs seront désormais régulièrement définis au niveau européen (sur la base cependant de diverses données nationales), en fonction de formules empreintes d'une certaine objectivité. L'objectivité de la nouvelle définition des OMT serait encore renforcée si les données nécessaires à leur calcul étaient collectées de façon homogène dans les divers Etats membres, après avoir été définies de façon précise au niveau européen. Il est également essentiel que les méthodologies employées et les modèles utilisés - par exemple les modèles démographiques servant de base au calcul des indicateurs de soutenabilité - fassent l'objet d'une publication par chaque Etat membre, voire même d'un examen par des groupes d'experts.

La façon dont les OMT seront appréhendés au niveau national sera également décisive. Il est essentiel que ces derniers soient assimilés à un point de départ, qui ne dispense nullement les autorités nationales de l'adoption d'objectifs plus ambitieux. Le Luxembourg constitue une bonne illustration de ce point de vue. Dans l'état actuel des choses, l'OMT serait un déficit puré de la conjoncture égal à 1% du PIB. Comme l'indique la partie du rapport relative aux capacités ou besoins de financement, un tel objectif donnerait lieu à une dégradation continue de la situation patrimoniale des administrations publiques luxembourgeoises. Il serait de surcroît peu compatible avec le respect de la valeur de référence de 3% - qui n'a pas été remise en cause dans le nouvel accord - du fait notamment d'une volatilité cyclique plus prononcée au Luxembourg que dans d'autres Etats membres. La prise en compte de ces deux spécificités nationales devrait inciter les autorités luxembourgeoises à proposer dans leurs actualisations successives du programme de stabilité des objectifs plus ambitieux que l'OMT qui serait calculé par la Commission après la mise en œuvre de la réforme du PSC.

Une application stricte de la nouvelle mouture de la procédure EDP est également primordiale. Ainsi, les "autres facteurs pertinents" ne devraient nullement être pris en compte lorsque le dépassement du déficit budgétaire par rapport à la valeur de référence excède 0,5%, voire même 0,4% du PIB. Toute autre interprétation serait en dissonance par rapport à l'exigence de soldes "proches de la valeur de référence", qui a été mise en exergue dans l'accord. Plus généralement, la façon dont la Commission prendra en compte les "autres facteurs pertinents" dans les rapports élaborés dans le cadre de l'article 104 paragraphe 3 revêt une importance considérable.

Enfin, le nouvel accord s'est accompagné de la mise en œuvre d'une stratégie visant à améliorer la qualité des statistiques de finances publiques, qui comporte notamment un renforcement des pouvoirs d'audit d'Eurostat. Une telle prise de conscience est extrêmement louable, car des données fiables constituent l'indispensable préliminaire à la mise en œuvre d'une surveillance multilatérale efficace.

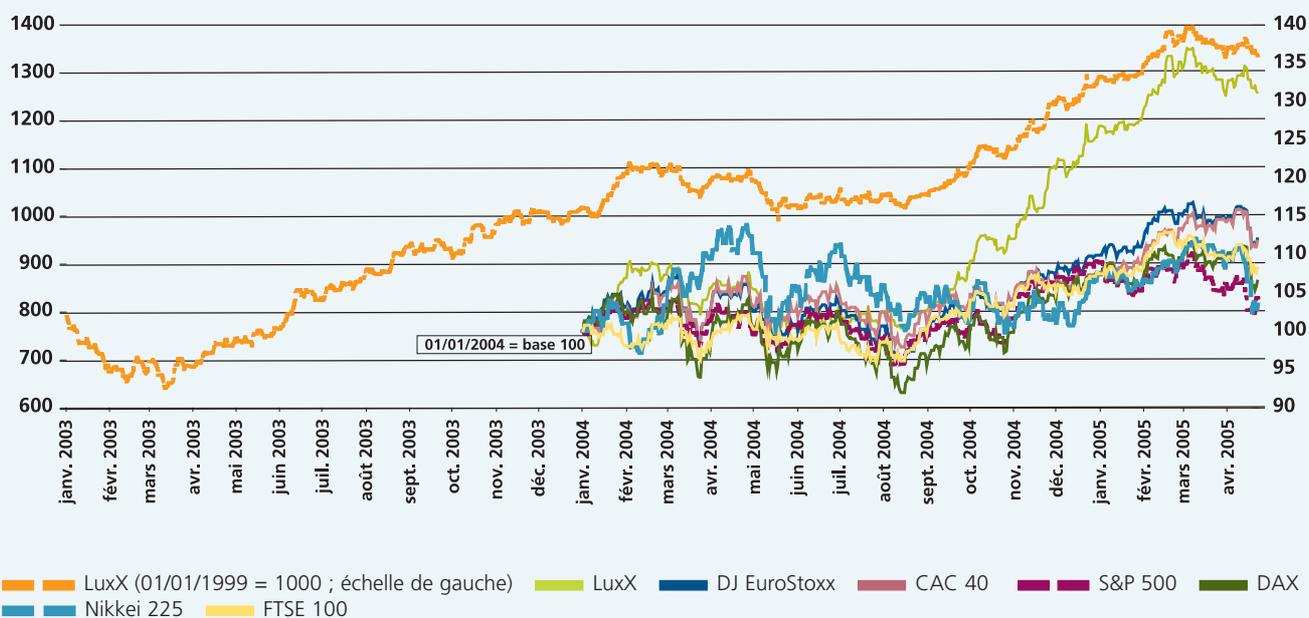
1.2.11 L'activité boursière au Luxembourg

En 2004, l'indice LuxX a continué la reprise qui s'était amorcée au début de l'année précédente. L'avancement du LuxX a généralement suivi le mouvement des principaux marchés boursiers étrangers tout au long des neuf premiers mois de l'année écoulée ; cependant, l'indice luxembourgeois s'est décollé des principaux indices boursiers en mi-septembre, ce qui lui a permis d'enregistrer une des meilleures performances par rapport aux autres indices.

Ainsi, le LuxX a progressé de 26,83% entre fin 2003 et fin 2004, clôturant l'année à 1 292,22 points ; en guise de comparaison, lors de la même période le Dow Jones EuroStoxx et le S&P 500 n'ont augmenté que de respectivement 9,96% et 8,99%. La performance exceptionnelle du LuxX est donc surtout attribuable à sa forte progression au cours du deuxième semestre de l'année écoulée.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 36 : L'ÉVOLUTION DU LUXX ET DES INDICES BOURSIERS ÉTRANGERS
(INDICE : 01/01/2004 = 100 SAUF INDICATION CONTRAIRE ; DONNÉES QUOTIDIENNES)



Source : Bloomberg

La performance exceptionnelle de l'indice boursier luxembourgeois a continué en 2005 : alors que les premiers mois de l'année en cours continuaient sur la lancée haussière de 2004, l'indice luxembourgeois marque le pas, voire baisse depuis le mois de mars.

Quant aux performances individuelles de ses principales composantes, ce sont surtout les actions d'Arcelor (dont la pondération est de 22,5%)¹⁶ qui ont enregistré une forte hausse avec une croissance remarquable de 26,76% entre fin 2003 et fin 2004. Cependant, les autres composantes majeures ont également fortement progressé. SES Global et RTL Group (avec des poids respectifs de 20% et 17,5%) ont augmenté de respectivement 19,38% et 17,3%. En outre, les actions ordinaires ainsi que les actions privilégiées de la Kredietbank augmentaient remarquablement en 2004 ; ces développements étaient liés à la fusion juridique entre KBC et son holding de contrôle Almanij. Par rapport à décembre 2003, les actions ordinaires (KBL ord, 15% du LuxX) et privilégiées (KBL priv, 5% de l'indice luxembourgeois) de la Kredietbank étaient en hausse de 29,44% et 37,74%, respectivement, en date du 31 décembre 2004.

¹⁶ Les poids cités datent du 31 décembre 2004.

S'agissant du volume des échanges, ce dernier a augmenté de 50,80% au total en 2004, dépassant ainsi largement un milliard d'euros. Cette forte progression est principalement attribuable au volume d'échange sur obligations qui s'est accru de 55,73%, se rapprochant ainsi de 600 millions d'euros. Concernant les actions, les OPCs et les warrants, des hausses respectives de 38,94%, 48,21% et 76,06% ont été enregistrées. Pourtant, en ce qui concerne la segmentation du volume des échanges, il n'y a guère eu de changements par rapport à l'année précédente.

TABLEAU 23 : SEGMENTATION DU VOLUME DES ÉCHANGES

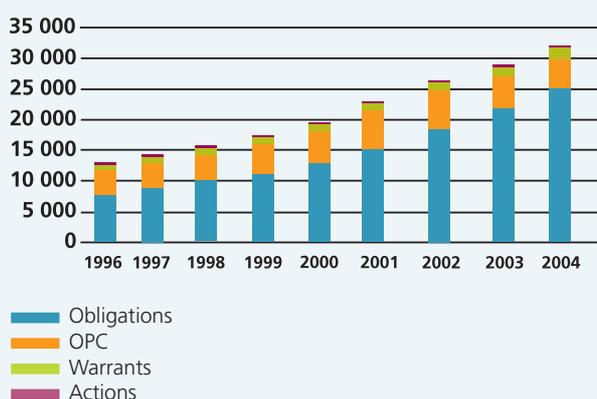
	2002	2003	2004
Obligations	70,03%	47,89%	49,45%
Actions	16,70%	29,44%	27,13%
OPC	13,24%	16,49%	16,20%
Warrants	0,02%	6,18%	7,22%
Total	100,00%	100,00%	100,00%

Source : Bourse de Luxembourg

Pour ce qui est du nombre de valeurs cotées, 9 143 nouvelles admissions ont été comptées comparé à 5 222 retraits au cours de l'année sous revue. Au total, la cote de la Bourse de Luxembourg comptait donc 33 022 valeurs en date du 31 décembre 2004, soit une progression de 13,47% par rapport au 31 décembre 2003.

Cette progression était marquée par une forte croissance de la cotation d'obligations (+14,13%) ; cependant, les warrants ont progressé de 34,48% en 2004 pour atteindre 2 414 cotations. Les obligations (24 292 cotations) et les OPC (6 055 cotations) demeurent donc les compartiments les plus importants, tandis que les actions - qui d'ailleurs affichent une réduction de 2,61% - représentent moins de 0,8% du total des valeurs cotées.

GRAPHIQUE 37 : NOMBRE DE VALEURS COTÉES



Source : Bourse de Luxembourg

Outre les développements repris ci-dessus, il convient de noter que la Bourse de Luxembourg a signalé la création d'un marché alternatif nommé LuxAlter ; ce dernier sera soumis au règlement intérieur de la Bourse de Luxembourg et non pas aux directives européennes. En outre, la Bourse de Luxembourg a lancé un nouveau projet nommé "e-file" qui permettra d'accomplir dans un environnement virtuel les démarches requises au lancement d'un OPC ou à la cotation d'un titre.

