

Luxembourg, le 13 juin 2006

PRESENTATION DU RAPPORT ANNUEL 2005 DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

DOCUMENT DE SYNTHÈSE

1. LA SITUATION ECONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

Le 8 juin 2006, le Conseil des gouverneurs a décidé de relever de 25 points de base les taux directeurs de l'Eurosystème, portant ainsi le taux des opérations principales de refinancement à 2,75%. Le processus de hausse des taux d'intérêt entamé fin 2005 reflète les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix et obéit à la stratégie éprouvée de politique monétaire de l'Eurosystème. La poursuite de l'ajustement apporté à l'orientation accommodante de la politique monétaire contribue à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long terme dans la zone euro à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. La poursuite de l'objectif prioritaire de la BCE, à savoir la stabilité des prix, est la meilleure contribution de la politique monétaire, dans la durée, à la croissance économique et la création d'emplois. Suite à cette hausse, les taux d'intérêt se situent toujours à des niveaux historiquement bas, la liquidité reste abondante et la politique monétaire demeure accommodante.

Les dernières projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème de juin 2006 relatives à la croissance du PIB en volume affichent quant à elles une progression du PIB comprise entre 1,8% et 2,4% pour 2006 et entre 1,3% et 2,3% pour 2007. A noter que ces projections sont demeurées inchangées pour 2006 et ont été légèrement revues à la baisse pour 2007 par rapport aux projections de la BCE de mars 2006. Néanmoins, les conditions d'un renforcement de l'activité économique paraissent toujours réunies.

Sur le plan interne, la croissance de la consommation privée devrait bénéficier de la hausse attendue du revenu disponible réel dans le contexte d'une progression plus forte de l'emploi et être affectée dans son profil par les hausses importantes de la taxation indirecte décidées pour 2007; elle pourrait ainsi se fixer dans des intervalles

de 1,4% à 1,8% en 2006 et de 0,5% à 1,7% en 2007. Les conditions de financement très favorables, les excellents résultats des sociétés et les restructurations d'entreprises ont créé un environnement propice à l'investissement qui pourrait s'inscrire entre 2,3% et 4,5% en 2006 et entre 1,6% et 4,8% en 2007. La croissance annuelle de la consommation publique devrait quant à elle demeurer modeste s'établissant dans des fourchettes de 1,3% à de 2,3%, et de 0,7% à 1,7% respectivement au cours des deux années de projection sous revue.

Sur le plan extérieur, la croissance de l'économie mondiale est demeurée soutenue, stimulant dans son sillage la progression annuelle des exportations de la zone euro, qui devrait dès lors se fixer dans des fourchettes de respectivement 5,2% à 8,0% en 2006 et 3,3% à 6,5% en 2007. Parallèlement, sous l'effet du raffermissement de la demande interne, qui présente un notable contenu en importations, la croissance des importations de la zone euro pourrait demeurer relativement robuste tout au long de l'horizon de projection, se fixant dans des intervalles de 5,3% à 8,7% en 2006 et de 2,8% à 6,2% en 2007. Dès lors, en écho à ces évolutions, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement neutre sur la période de projection.

En résumé, ces projections reposent sur un scénario de reprise conjoncturelle classique, caractérisé par un redémarrage des exportations en 2004 et qui s'est poursuivi par un redressement de l'investissement des entreprises en 2005 qui va se compléter par une transmission de la dynamique de croissance à la consommation privée.

Ces récentes projections indiquent que la progression moyenne de l'IPCH s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,5% en 2006, pour se situer entre 1,6% et 2,8% en 2007. Par rapport aux projections macro-économiques publiées en décembre 2005, les intervalles de projection pour l'inflation de 2006 ont été revus à la hausse en raison de la montée des cours du pétrole. Ces projections en matière de prix sont également basées sur le jugement que l'actuelle modération salariale va se poursuivre.

Tableau 1 *Projections de l'Eurosystème (intervalles - taux de variation annuels)*

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

Source : Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

2. LA SITUATION ECONOMIQUE AU LUXEMBOURG

2.1. Projections macroéconomiques de la BCL

S'agissant du profil de la croissance économique au Luxembourg, sur base des premières estimations pour 2005, de l'évolution conjoncturelle récente et des hypothèses techniques, la croissance économique s'accélérerait en 2006 par rapport à 2005. Il paraît justifié de revoir à la hausse les projections de la croissance économique pour l'année 2006, qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 4,4% à 5,0%. Le ralentissement de la demande internationale prévu pour l'année prochaine laisse présager un fléchissement de la croissance économique en 2007. En dépit de ce fléchissement, le Luxembourg connaîtrait pour la quatrième année consécutive une croissance économique appréciable, supérieure à 4% en moyenne.

La robustesse de l'économie est corroborée par le raffermissement de la création d'emplois en 2005. D'une part, cette dernière est en accélération par rapport à 2004. D'autre part, elle repose sur une base relativement large. Tous les secteurs à l'exception de l'industrie semblent concernés par cet embellissement sur le front de l'emploi. A la faveur d'une croissance économique qui demeure très favorable, cette tendance devrait se poursuivre sur l'horizon de prévision. En revanche, le taux de chômage au sens "strict" est en augmentation tendancielle malgré l'amélioration

conjoncturelle et l'embellie sur le front de l'emploi. Il pourrait encore augmenter sur l'horizon de projection, se rapprochant graduellement des 5% en 2008.

Pour ce qui est de l'inflation, sa dynamique à court terme est largement tributaire de la progression du prix du pétrole à des niveaux supérieurs à 70 \$/bl ainsi que de la hausse des prix administrés (voir aussi les projections d'inflation ci-dessous). La contribution de l'inflation des produits pétroliers serait ainsi encore positive en 2006 et 2007. L'IPCN à l'exclusion de l'énergie s'accélérait de 1,7% en 2005 autour des 2% sur l'horizon de projection et demeurerait supérieur à l'IPCH excluant l'énergie enregistré dans les pays voisins. Cette accélération de l'inflation "sous-jacente" s'explique essentiellement par les hausses des prix des services ainsi que par la diffusion du renchérissement du prix du pétrole aux prix à la consommation. Comparées à l'exercice précédent, les projections pour l'inflation globale ont été fortement révisées à la hausse, afin de rendre compte du changement des hypothèses relatives au prix du pétrole et de la hausse des prix administrés en début d'année.

Tableau 2 *Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à décembre 2005 (en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)*

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

Source : BCL

2.2. Les prix à la consommation

L'inflation annuelle mesurée selon l'indice harmonisé (IPCH), qui n'est guère représentatif des habitudes de consommation des résidents en raison de la pondération excessive des articles dont une proportion importante est consommée par des non-résidents (tabac et produits pétroliers), s'est établie à 3,8% en moyenne en 2005, soit une augmentation de 0,6 point de pourcentage par rapport au taux enregistré en 2004.

Le rythme de progression de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a atteint 2,5% en moyenne en 2005, contre 2,2% l'année précédente. Cette accélération s'explique dans une large mesure par la flambée des prix des produits pétroliers, qui ont augmenté de 18,5% par rapport à l'année 2004.

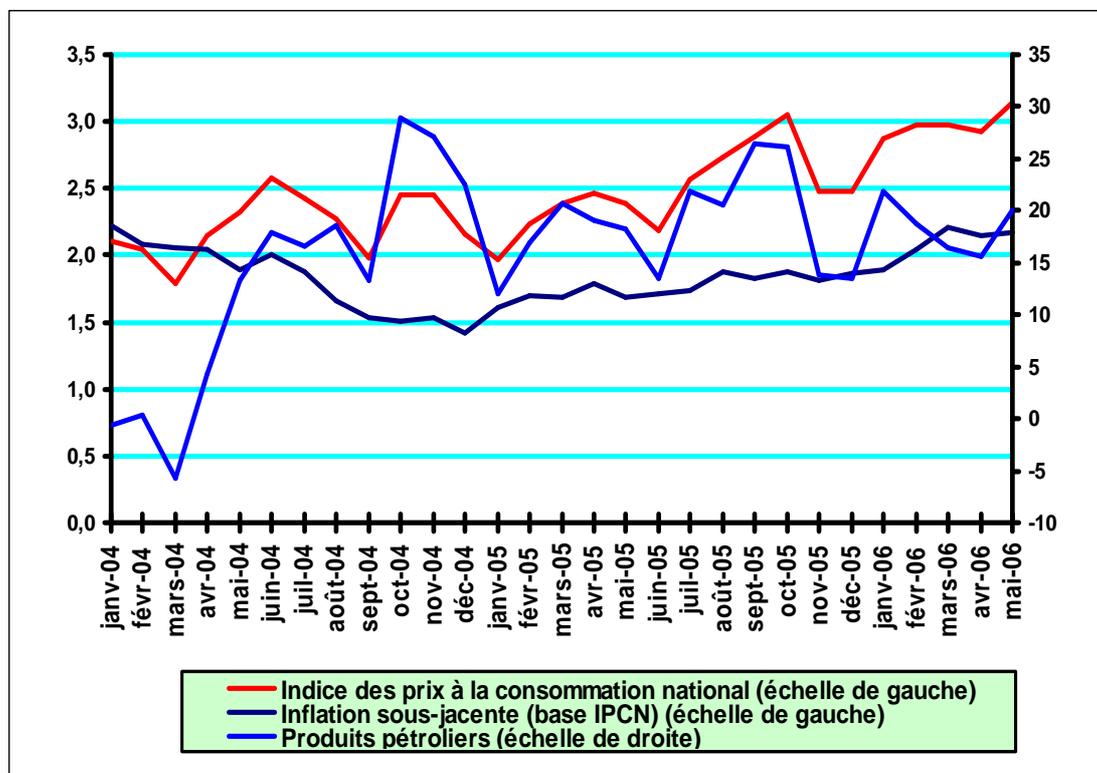
L'inflation sous-jacente¹ a changé de tendance pour s'inscrire en hausse au cours de l'année 2005, mettant ainsi un terme au recul des tensions inflationnistes sous-jacentes observé entre 2002 et 2004. Le rythme de progression annuel moyen de l'inflation sous-jacente reste inchangé à 1,8% par rapport à l'année 2004 malgré ce retournement défavorable.

En 2005, la hausse moyenne des prix des services s'est ralentie de 0,1 point de pourcentage par rapport au rythme atteint en 2004. Cependant, la progression annuelle de ces prix demeure toujours assez élevée avec 2,6% en moyenne en 2005. Les observations des données mensuelles de l'année 2005 permettent de conclure que les prix des services ont inversé leur tendance à la baisse des dernières années. En outre, la contribution des prix des services au taux d'inflation global est restée pratiquement stable à quelque 0,9 point de pourcentage. A noter que l'indexation automatique des salaires d'octobre 2005 a exercé une pression à la hausse sur les prix des services. L'impact de l'indexation automatique sur la progression des salaires est passé de 2,1 points de pourcentage en 2004 à 2,5

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

points de pourcentage en 2005.

Graphique 1 Inflation et produits pétroliers (taux de variation annuels)



Source : STATEC

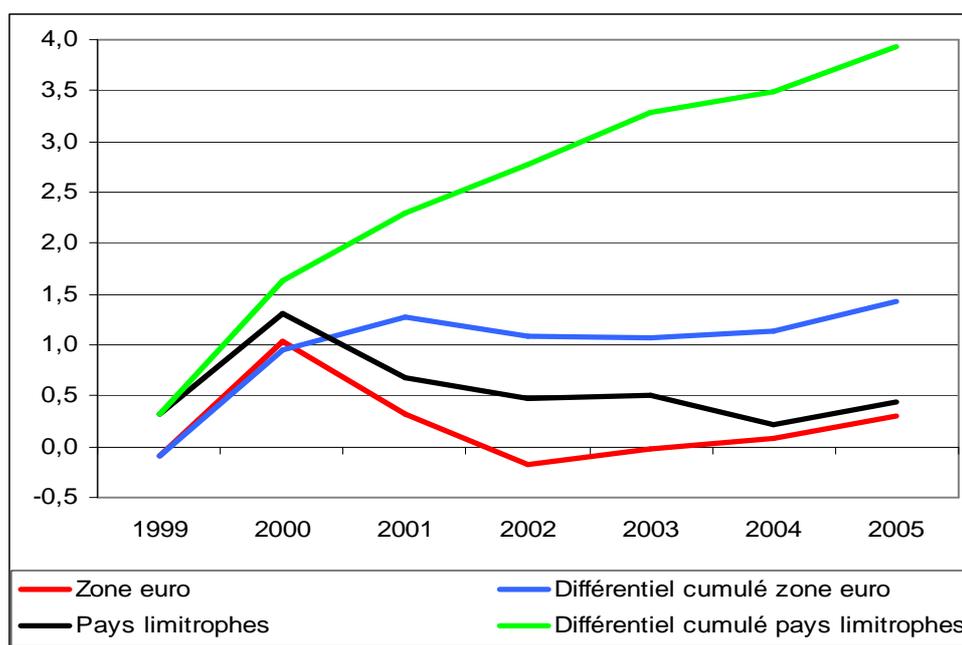
En 2005, l'influence directe des mesures de politique budgétaire sur l'IPCN, via essentiellement les canaux des prix administrés (0,27 point de pourcentage), de la fiscalité indirecte (0,05 pp) et du tabac (0,14 pp) a été de 0,46 pp en 2005, soit quelque 0,1 pp de moins qu'en 2004. Ce constat confirme les résultats d'une analyse détaillée, publiée antérieurement par la BCL, selon laquelle la contribution des mesures budgétaires à l'inflation globale a été plus déterminante au cours de la période de 2000 à 2004 que pendant celle de 1996 à 1999.

En ce qui concerne les tendances du début de l'année 2006, le rythme de progression annuel de l'IPCN s'est accéléré de 2,5% en décembre pour osciller entre 2,9 et 3,0% au cours des quatre premiers mois de l'année. Le taux annuel de l'IPCN a été de 3,1% en mai 2006, soit son plus haut niveau depuis mai 2001.

Les produits pétroliers restent un important facteur inflationniste début 2006, comme en témoignent des taux de variation annuels élevés pour cette composante de l'IPCN global (20,0% en mai 2006). Le rythme de progression annuel de l'inflation sous-jacente a poursuivi la tendance à la hausse observée depuis le début 2005, passant de 1,9% en décembre 2005 à respectivement 2,2%, 2,1% et 2,2% en mars, avril et mai 2006.

En 2005 et début 2006, les écarts d'inflation² du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes se sont fortement creusés. La moyenne annuelle du différentiel d'inflation est passée de 0,1 pp en 2004 à 0,3 pp en 2005 pour la zone euro et de 0,2 pp à 0,4 pp pour les pays limitrophes. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 à la fin 2005 ont atteint 1,4 et 3,9 points de pourcentage par rapport à respectivement la zone euro et la moyenne des pays limitrophes (cf. graphique). Les écarts d'inflation non cumulés ont atteint respectivement 0,6 et 0,8 point de pourcentage au premier trimestre 2006.

Graphique 2 Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)



Source : STATEC, Eurostat, calculs BCL

² Taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) du Luxembourg moins taux annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) respectivement de la zone euro et des pays limitrophes.

Prévisions d'inflation

L'IPCN énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCH énergie une évolution nettement défavorable au premier semestre 2006. Le taux annuel moyen de progression de cet indice serait proche de 15% et ne s'approcherait du niveau de 5% que vers le deuxième semestre, tout en restant positif au début de l'année 2007. Ce ne serait que vers le deuxième trimestre 2007 que la contribution de l'énergie à l'inflation globale baisserait plus fortement.

En revanche, étant donné que les marchés à terme n'anticipent pas une décreue du prix du pétrole, on peut à l'heure actuelle exclure le scénario d'une contribution négative de l'énergie à l'inflation globale. Les projections, comparées à l'exercice précédent, ont donc été significativement revues à la hausse.

En ce qui concerne l'inflation excluant l'énergie, les versions IPCH et IPCN connaîtront vraisemblablement des évolutions opposées en 2006. L'inflation de l'IPCH excluant l'énergie baisserait de 2,4% en 2005 à 2,1% en 2006. En effet, alors que la contribution du tabac à l'IPCH se chiffrait encore à 1,0 pp en 2005, elle ne devrait plus être que de 0,2 pp en 2006 en vertu du non-ajustement des prix des cigarettes. Par contre, l'IPCN excluant l'énergie connaîtrait une accélération de son inflation, de 1,7% en 2005 à 2,1% en 2006. Cette tendance à la hausse s'observe depuis la mi-2005 et devrait se prolonger sur l'horizon de prévision.

L'évolution moins favorable reflète principalement l'accélération de l'inflation des services ainsi que des biens industriels non-énergétiques. Par contre, l'absence d'une mesure fiscale sur le tabac, qui est à la base de la décélération projetée de l'IPCH excluant l'énergie, a, du fait d'une pondération plus faible, moins d'impact à la baisse dans les projections de l'IPCN excluant l'énergie. Comme pour l'IPCH énergie, les projections pour l'IPCH comment pour l'IPCN excluant l'énergie ont été revues à la hausse, de l'ordre de 0,3 pp en 2006.

Le taux d'inflation mesuré par l'évolution de l'IPCN global s'est récemment établi autour de 3%. Au deuxième trimestre de l'année 2006, il devrait connaître une légère accélération pour baisser par la suite. Sous l'impact de la décélération des taux de variation annuels de l'inflation des produits énergétiques, l'inflation globale devrait reculer sur l'horizon de projection, reflux qui s'opérerait en deux étapes. Elle

baisserait autour de 2,5% au deuxième semestre 2006 et au premier trimestre 2007, pour tomber autour de 2,0% au deuxième trimestre 2007. Cette décélération plus forte à la fin de l'horizon de prévision serait alors intégralement imputable à des effets de base liés au profil de l'inflation des produits pétroliers.

Etant donnée l'absence d'une hausse de fiscalité sur le tabac, l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation mesurée par l'IPCH devrait baisser en 2006 par rapport aux années précédentes. Par contre, en ce qui concerne l'IPCN, l'impact projeté d'une contribution de l'ordre de 0,5 pp en 2006 s'afficherait en accélération par rapport à 2005. Ceci reflète essentiellement la hausse des prix administrés au début de l'année.

Tableau 3 *Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuels, respectivement en points de pourcentage)*

	2004	2005	2006	2006-1er sem	2006-2e sem	2007-1er sem
IPCN	2,2	2,5	2,8 (0,6)	3,0 (0,4)	2,6 (0,8)	2,3
IPCN hors énergie	1,8	1,7	2,1 (0,3)	2,1 (0,3)	2,1 (0,3)	2,0
IPCH	3,2	3,8	2,9 (0,5)	3,7 (0,4)	2,2 (0,8)	2,6
IPCH énergie	11,8	14,9	9,5 (3,4)	14,6 (1,7)	5,0 (4,9)	4,9
IPCH hors énergie	2,5	2,4	2,1 (0,3)	2,3 (0,3)	1,9 (0,3)	2,3
Impact des mesures gouvernementales ³ sur l'IPCN, en pp	0,6	0,4	0,5 (0,2)			0,5
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,5	1,4	0,6 (0,1)			0,9

Source : BCL

2.3. Impact de la modulation de l'indexation des salaires sur la compétitivité

Le tableau suivant isole la contribution de l'indexation à la croissance des coûts salariaux unitaires sous les scénarios avec et sans modulation de l'indexation.

En l'absence de modulation, l'indexation aurait contribué à la croissance des coûts salariaux unitaires à raison de 2,9 points de pourcentage en 2006 et d'1,7 point en

³ Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. Pour

2007. Avec la modulation de l'indexation, ces contributions seraient de 2,1 points en 2006 et de 2,3 points en 2007. L'impact de la modulation de l'indexation sur la croissance des coûts salariaux unitaires, telle que mesurée par la différence entre ces chiffres, serait donc de -0,8 points en 2006 et de 0,6 points en 2007. L'impact positif en 2007 correspond à un effet de base (le niveau des salaires en 2007 est peu affecté par la modulation mais le niveau en 2006 est plus faible). Finalement, en 2008 l'impact de la modulation sur la croissance des coûts salariaux unitaires est plus faible et de signe négatif (-0,2). Entre 2005 et 2008 les coûts salariaux unitaires augmentent de 6,9% avec la modulation de l'indexation (moyenne annuelle de 2,3%) contre 7,4% sans la modulation (moyenne annuelle 2,4%). Donc, la modulation de l'indexation devrait freiner l'augmentation des coûts salariaux unitaires, mais pour améliorer la compétitivité, les coûts salariaux unitaires doivent augmenter moins vite au Luxembourg que chez ses principaux pays partenaires.

Tableau 4 *Coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie (taux de croissance annuels)*

	2006	2007	2008
<i>Sans modulation de l'indexation</i>			
(1) Salaire réel	1,6	1,2	1,6
(2) Contribution de l'indexation	2,9	1,7	2,3
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	4,6	2,9	3,9
(4) Productivité du travail	1,8	1	1,4
(5) Coût salarial unitaire (3)-(4)	2,8	1,9	2,5
Impact de la modulation	-0,8	0,6	-0,2
<i>Avec modulation de l'indexation</i>			
(1) Salaire réel	1,6	1,2	1,6
(2) Contribution de l'indexation	2,1	2,3	2,1
(3) Rémunération par salarié (1)+(2)	3,7	3,5	3,7
(4) Productivité du travail	1,8	1	1,4
(5) Coût salarial unitaire (3)-(4)	1,9	2,5	2,3

Source : *Calculs BCL*

Le graphique suivant illustre l'évolution de l'indicateur de compétitivité en comparant le coût salarial au Luxembourg avec celui de ses 12 partenaires commerciaux. Une

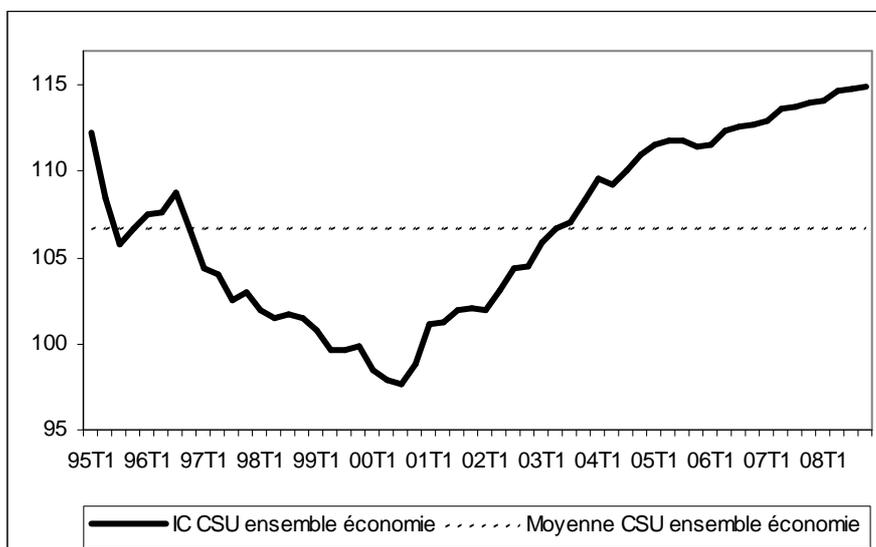
plus de détails, voir Bulletin de la BCL 2004/3, pp.76-81.

augmentation de la courbe représente une détérioration de la compétitivité.

Selon les projections (qui intègrent les effets de la modulation de l'indexation des salaires), la détérioration de la compétitivité devrait continuer jusqu'à la fin de l'horizon de projection en 2008T4. L'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie subirait une dégradation supplémentaire de 3,1% (rythme annuel de 1,0% en moyenne).

La modulation de l'indexation des salaires pourra mitiger la détérioration de la compétitivité, mais n'est pas de nature à inverser la tendance. Les coûts salariaux unitaires continueront à augmenter plus vite au Luxembourg que chez ses partenaires. Ces résultats se basent évidemment sur un calcul très simple, qui ne tient pas compte d'un éventuel impact positif de la modulation des salaires sur la croissance et la productivité. En effet, il faut reconnaître que la modulation de l'indexation a le mérite de réduire l'incertitude des entreprises quant aux coûts salariaux au cours des années à venir. La récente accélération de l'inflation au Luxembourg a été induite par des hausses inattendues des prix énergétiques et des prix administrés, qui se sont répercutées à travers le mécanisme d'indexation sur les coûts salariaux. La modulation de l'indexation pour les années à venir permet de réduire le risque que les entreprises doivent faire face à de nouvelles augmentations inattendues des coûts salariaux et leur permet ainsi d'établir des plans de production sur des bases plus assurées.

Graphique 3 *Indicateur de compétitivité basé sur le CSU (ensemble de l'économie)*



Source : BCE, FMI et calculs BCL

2.4. Impact des mesures du Comité de Coordination Tripartite sur le marché du Travail au Luxembourg

Récemment, le Comité de Coordination Tripartite a affiché de nouvelles priorités en termes de politique économique afin d'améliorer la situation sur le marché de l'emploi. Parmi ces mesures, certaines pourraient avoir un impact sur la réalité économique et atteindre leur(s) objectif(s), en particulier, celles qui visent à l'introduction du principe de la proportionnalité de la durée d'indemnisation du chômage par rapport à la durée effectivement travaillée, ainsi que la création de places d'apprentissage supplémentaires. Néanmoins, d'autres dispositifs risquent de demeurer des incitations fugaces ou des remèdes inadaptés n'ayant pour seule efficacité que d'embellir artificiellement les statistiques du chômage comme par exemple l'abolition de l'obligation de l'inscription à l'ADEM afin d'obtenir le « revenu pour personnes gravement handicapées ». En outre, il est important de noter que la pierre angulaire de ce programme de réforme à savoir, l'« employment security » qui repose sur la capacité des partenaires sociaux à replacer les salariés touchés par un

licenciement collectif ne pourra être évaluée qu'à moyen terme au regard des résultats obtenus sur le terrain.

2.5. Les finances publiques

Comptes 2005 et projections de finances publiques

Le déficit des administrations publiques s'est encore accru en 2005, tout en demeurant inférieur à la valeur de référence de 3% du PIB. L'Etat central a accusé en 2005 un déficit de quelque 3,2% du PIB. Les communes ont également enregistré un déficit accru, sous l'effet d'un fléchissement du transfert en provenance du Fonds communal de dotation financière qui est lui-même consécutif à d'importants remboursements de TVA. Enfin, s'ils demeurent substantiels, les excédents de la sécurité sociale ont fait montre d'une nette inflexion à la baisse à partir de 2002. Ce mouvement a cependant pu être enrayé en 2005, à la faveur notamment d'un relèvement des cotisations sociales pour soins de santé en nature.

Tableau 5 Soldes budgétaires des administrations publiques (en % du PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Soldes effectifs (Capacité (+) ou besoin (-) de financement)									
	Données officielles mars 2006						Projections BCL		
Ensemble des administrations publiques	5,9	5,9	2,0	0,2	-1,1	-1,9	-1,4	-1,2	-1,4
dont Etat central	2,8	2,8	-0,4	-1,6	-2,6	-3,2	-2,7	-2,7	-2,8
dont communes	0,5	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4
dont sécurité sociale	2,6	2,9	2,3	1,8	1,6	1,6	1,5	1,8	1,8
Programme de stabilité					-1,2	-2,3	-1,8	-1,0	-0,2
Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques									
Estimation de printemps de la BCL (1)	5,4	5,5	1,2	0,0	-1,1	-1,8	-1,3	-1,1	-1,4
Estimation Programme de stabilité	--	--	--	--	-1,0	-2,0	-1,6	-1,1	-0,6

Source : STATEC, septième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg, calculs BCL.

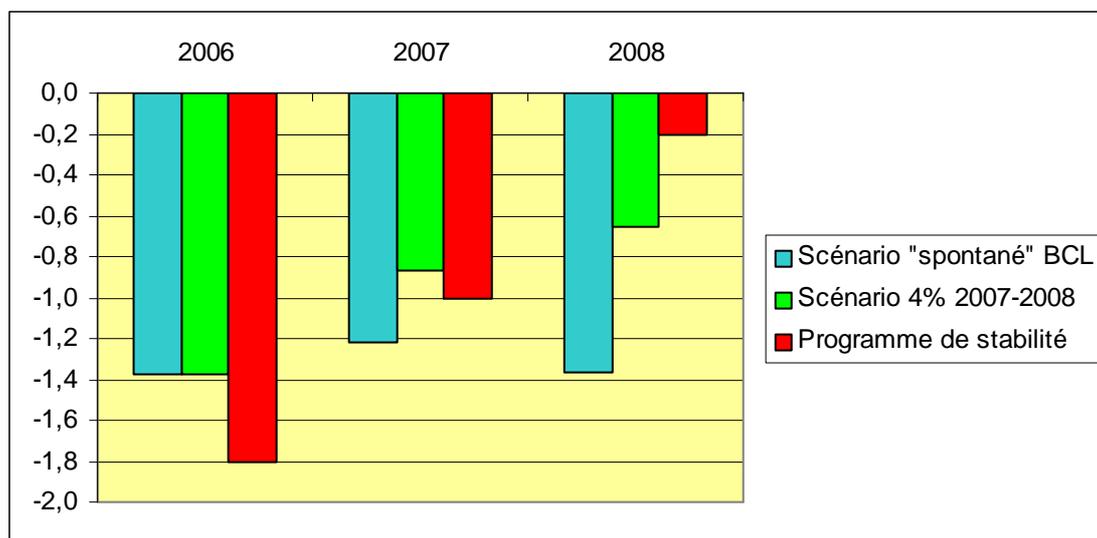
(1) Les soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.

Les projections de la BCL laissent augurer une diminution du déficit des

administrations publiques en 2006, du fait de versements exceptionnels au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités et de la perception par l'Etat d'un dividende Arcelor particulièrement élevé. Il est supposé que ces effets disparaîtront quasi-intégralement en 2007. En conséquence, le solde ne s'améliorerait que faiblement par rapport à 2006, en dépit de la mise en oeuvre des mesures annoncées par le Gouvernement le 2 mai. Une nouvelle détérioration surviendrait en 2008 à cause notamment des dépenses additionnelles induites par le mécanisme de Kyoto.

En 2007 et 2008, les soldes de l'ensemble des administrations publiques demeureraient en retrait des objectifs présentés dans la 7ème actualisation du programme de stabilité et confirmés dans la déclaration du 2 mai. Cette divergence s'explique par la hausse toujours soutenue des dépenses. Les dépenses du seul Etat central au sens large connaîtraient une progression de respectivement 5,2 et 6,3% en 2007 et en 2008 selon les projections de la BCL. Or le Gouvernement a annoncé que la croissance de ces dépenses n'excéderait pas 4% tant en 2007 qu'en 2008. Si cet objectif devait être atteint, les déficits projetés de l'ensemble des administrations publiques pourraient être ramenés d'1,2 à 0,9% du PIB en 2007 et d'1,4 à 0,7% en 2008, soit des soldes nettement plus proches des objectifs des autorités (voir graphique ci-joint). Ces résultats mettent en exergue l'importance du respect de l'objectif d'une croissance des dépenses de l'Etat central limitée à 4% par an. Les modalités de la mise en oeuvre de cet objectif sont cependant cruciales. Une croissance des dépenses réduite à 4% du seul fait d'une diminution des transferts à d'autres sous-secteurs des administrations publiques n'induirait aucune amélioration de la situation des administrations publiques considérées globalement, puisqu'il s'agirait d'un simple jeu de vases communicants.

Graphique 4 Evolution des soldes budgétaires de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentages du PIB)



Sources : STATEC, septième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg, calculs BCL.

Note : Scénario 4% = scénario BCL « spontané » amendé afin de ramener la croissance des dépenses totales de l'Etat central à 4%, sous l'hypothèse de transferts de l'Etat central aux autres sous-secteurs strictement inchangés.

Les projections de finances publiques dans la foulée des mesures de consolidation budgétaire annoncées le 2 mai 2006

Le tableau ci-joint constitue une tentative de chiffrage des mesures suffisamment bien spécifiées. Il a été supposé que le rehaussement des accises sur le diesel et l'essence ne donnerait pas lieu à un ajustement à la baisse des volumes de vente de ces produits. Il en résulte une certaine surestimation de l'impact budgétaire des mesures de consolidation. Par ailleurs, les mesures relatives aux transferts entre les sous-secteurs des administrations publiques ne sont pas prises en compte dans le tableau car elles n'affectent pas ces administrations appréhendées dans leur globalité. Enfin, l'incidence sur les recettes et dépenses de la modulation de l'indexation aux prix n'est pas davantage considérée dans le tableau car comme l'illustre un encadré du rapport annuel, l'impact budgétaire net d'un saut d'index – et a fortiori de la mesure de modulation adoptée – est neutre pour l'ensemble des administrations publiques. L'impact d'un hypothétique saut d'index sur les dépenses de ces dernières est certes substantiel, mais il serait compensé par un moindre

rendement des impôts directs à charge des ménages et des cotisations sociales. L'essentiel de la base taxable de ces deux prélèvements fait en effet l'objet d'une indexation. Si un éventuel saut d'index serait budgétairement neutre pour les administrations publiques considérées dans leur globalité, il favoriserait néanmoins l'Etat central, au détriment de la sécurité sociale.

Tableau 6 *Chiffrage des mesures ayant fait l'objet d'une spécification suffisante (mesures intégrées aux projections de finances publiques) Incidence sur les postes respectifs, en millions d'euros, sauf mention contraire*

	2006	2007	2008
1. Mesures sur le versant des recettes	+0	+187	+224
Rehaussement de 2,5 à 3,5% de l'impôt de solidarité relatif à l'impôt sur les traitements et salaires		+20	+22
Rehaussement de 4 à 5% de l'impôt de solidarité relatif à l'impôt sur le revenu des collectivités		+12	+13
Rehaussement de la contribution des ménages à l'assurance dépendance de 1 à 1,4%		+67	+71
Relèvement des accises sur le diesel et l'essence en janvier 2007 et sur le diesel en janvier 2008		+36	+64
Taux de TVA appliqués aux professions libérales relevés de 12 à 15% (1)		+30	+31
Relèvement de la taxe sur les véhicules automoteurs		+22	+23
2. Mesures sur le versant des dépenses	-7	-139	-176
Aménagement de la liaison des pensions au bien-être de 2% (2)		-38	-13
Economies en matière d'investissements publics		-58	-96
Gel des traitements dans la fonction publique (3)		-21	-43
Suspension de l'indexation des prestations familiales en 2006 et 2007 (4)	-7	-22	-24
3. Incidence sur le solde des administrations publiques (=1.-2.)	+7	+326	+400
IDEM, EN POURCENTAGES DU PIB	+0,02%	+0,97%	+1,12%

Sources : budgets de l'Etat, programmes pluriannuels des dépenses en capital, 7^{ème} actualisation du programme de stabilité, IGSS, STATEC, calculs BCL.

(1) Contrairement aux autres estimations, il ne s'agit pas d'une estimation propre.

(2) Hausse des pensions octroyée en deux étapes (+1% au 1er juillet 2007 et de nouveau +1% au 1er juillet 2008), et non en une fois (+2%) le 1^{er} janvier 2007 comme initialement escompté.

(3) Economies par rapport à une situation où les négociations salariales auraient donné lieu à une progression des traitements de 0,8% tant en 2007 qu'en 2008, soit la hausse concédée en 2006.

(4) Hypothèses : indexation de 2,5% en mars 2008 et pas de crédit d'impôt compensatoire.

Diverses mesures non décrites ci-dessus ont été annoncées par le Gouvernement le 2 mai. Comme elles n'ont jusqu'à présent pas fait l'objet d'une spécification détaillée, elles n'ont pas été intégrées au « chiffrage » présenté ci-dessus. Il convient de noter que certaines des mesures annoncées le 2 mai sont susceptibles de donner lieu à un

accroissement des dépenses, en particulier dans le domaine du logement, de la recherche-développement (doublement annoncé des fonds publics de recherche de 2006 à 2009), de l'éducation, des foyers de jour pour enfants, de la sécurité, du transport public, etc. Pour cette raison, la non prise en compte des mesures insuffisamment spécifiées n'induit pas nécessairement une surestimation des déficits projetés.

Le tableau ci-dessus ne prend pas en compte l'incidence de la non-indexation des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires, qui ne constitue nullement une mesure nouvelle. Cette non-indexation n'en exercera pas moins une incidence sur les finances publiques. Elle contribuerait en effet à accroître les recettes à raison d'environ 0,15% du PIB sur l'horizon de trois ans 2006-2008.

Tableau 7 *Incidence d'un hypothétique saut d'index (absence d'une tranche indiciaire de 2,5%) sur les recettes, les dépenses et le solde de l'ensemble des administrations publiques (Etat central, communes et sécurité sociale ; optique SEC 95) (En millions d'euros ; établi sur la base de données relatives à 2005)*

Recettes		Dépenses	
Impôts directs à charge des ménages	-66	Pensions	-66
Cotisations sociales	-86	Prestations familiales	-20
Autres recettes	0	Forfait d'éducation	-2
Total des recettes	-151	Allocations de chômage	-3
		Rémunération agents	-59
		Autres dépenses	0
Impact sur le déficit	0	Total des dépenses	-151

Sources : STATEC, calculs BCL.

Le tableau ci-dessous permet d'isoler l'incidence d'un saut d'index hypothétique sur les soldes de la seule administration centrale.

Tableau 8 *Incidence d'un hypothétique saut d'index (absence d'une tranche indiciaire de 2,5%) sur les recettes, les dépenses et le solde de l'Etat central au sens large (optique SEC 95) (En millions d'euros ; établi sur la base de données relatives à 2005)*

Recettes		Dépenses	
Impôts directs à charge des ménages	-66	Transfert pensions	-35
Cotisations sociales	-8	Transfert prestations familiales	-20
Autres recettes	0	Transferts santé (surprimes)	-12
Total des recettes	-74	Forfait d'éducation	-2
		Allocations de chômage	-3
		Rémunération agents	-44
		Autres dépenses	0
Impact sur le déficit (-: diminution)	-43	Total des dépenses	-116

Sources : STATEC, UCM, calculs BCL

Réflexions sur la possible instauration de mécanismes de capitalisation: application au régime général de pension luxembourgeois

Les perspectives budgétaires du régime général sur un horizon de long terme

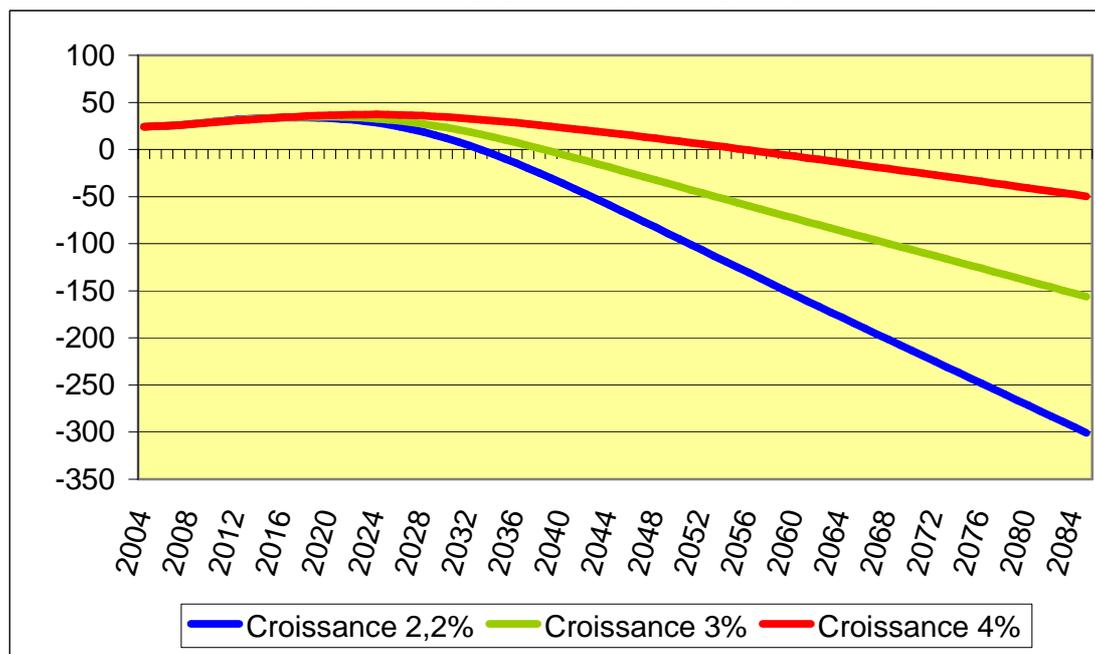
Un récent rapport préparé par le Comité de Politique Economique et par la Commission européenne met en exergue la forte augmentation attendue des dépenses de pension au Luxembourg, qui s'accroîtraient de plus de 7% du PIB de 2004 à 2050, soit la plus forte progression de l'Union européenne après le Portugal et Chypre.

Comme l'indique le graphique ci-dessous, les projections actualisées de la BCL, qui reposent sur les hypothèses synthétisées dans le rapport, livrent un enseignement similaire. De surcroît, la prise en compte par la BCL d'un horizon de projection plus long, qui permet d'incorporer l'ensemble du cycle de vie des nombreux frontaliers qui ont rejoint la population active du Luxembourg depuis le début des années quatre-vingt-dix, met en relief une accélération de la détérioration budgétaire au cours des

années ultérieures à 2050. La détérioration budgétaire serait imputable dans une large mesure à l'arrivée à l'âge de la pension d'importants contingents de frontaliers et de résidents étrangers.

Graphique 5 *Projections de pension actualisées : les principaux résultats budgétaires (en % du PIB)*

Evolution des réserves (+) ou des engagements (-) du régime général de pension



Source : BIT, IGSS, STATEC et calculs BCL

Dans un ouvrage publié en 2004, Franco Modigliani et Arun Muralidhar (dans « Rethinking Pension Reform », Cambridge University Press, 2004) affirment que de nombreux problèmes inhérents aux systèmes de pension par répartition pourraient être palliés, voire même éradiqués grâce à la mise en place de mécanismes de capitalisation sous lesquels les droits de pension futurs des contributeurs sont connus (defined benefits).

Mise en oeuvre dans le cadre luxembourgeois des propositions de Modigliani et Muralidhar

La BCL a simulé la mise en oeuvre graduelle des propositions de Modigliani et Muralidhar, à savoir la transition d'un régime de pension régi par la répartition à un système fonctionnant sous l'égide d'un fonds public (le "Fonds" dans la suite du

texte), dont les avoirs pourraient être gérés avec le concours de sociétés privées. A l'instar du présent régime, ce Fonds payerait des pensions selon le principe des « defined benefits », qui serait compatible avec la formule de calcul des pensions actuellement en vigueur au Luxembourg. Par hypothèse, la réforme serait mise en oeuvre dès décembre 2007. A cette date, les réserves du régime général seraient dans leur intégralité transférées au Fonds. Les prestations de pension feraient également l'objet d'un transfert au Fonds, qui s'effectuerait cependant de manière très graduelle. Les pensions payées à un affilié ne seraient en effet prises en charge par le Fonds qu'au prorata des cotisations payées par cet affilié à partir de la mise en oeuvre de la réforme. Les autres prestations dont cet affilié bénéficie seraient toujours régies par le régime général de répartition.

Le mécanisme de transition est illustré au tableau suivant. Par hypothèse, le financement par le Fonds des dépenses de pension futures serait assuré par une cotisation calculée en pourcentages de la masse contributive, à l'instar de l'actuelle contribution de 24% (soit 3 fois 8% respectivement à charge des employés, des employeurs et de l'Etat). Ce taux, repris à la première colonne du tableau, serait calibré afin de permettre au Fonds d'atteindre à la fin de la période de projection le niveau d'actifs compatible avec le respect de la contrainte budgétaire intertemporelle sur un horizon infini, le tout sous l'hypothèse implicite d'une stabilisation du rapport prestations/masse contributive après l'horizon de projection. Le respect de cette contrainte intertemporelle est strictement équivalent à un critère alternatif, qui revient à choisir le niveau de cotisation compatible avec la stabilisation des ratios de soldes budgétaires et d'actifs à la fin de la période de projection (convergence vers un équilibre de « steady state »). Ces critères permettent de conférer un contenu précis à la notion de soutenabilité à terme. Leur respect prémunit le régime de pension d'un double écueil, à savoir un niveau d'actifs nets ne permettant pas de couvrir les prestations de pension futures à la fin de la période de projection ou un déclin de ces actifs à la fin de ce même horizon, qui révélerait l'instabilité de l'équilibre.

Il est également supposé que la croissance du PIB atteindra 3% de 2008 à 2085 et que le taux réel de rendement des actifs du Fonds sera de l'ordre de 4,4% par an, le portefeuille du Fonds étant par hypothèse et à titre illustratif composé de 35% d'actions et de 65% d'obligations. Si un tel rendement peut a priori sembler élevé, il paraît raisonnable à l'aune de l'évolution des marchés financiers au cours des 20 ou

30 dernières années ou de l'expérience de divers fonds étrangers, par exemple le Government Pension Fund en Norvège.

En outre, le taux de 4,4% est inférieur d'environ 1% au taux postulé par Modigliani et Muralidhar dans leurs propres simulations, relatives aux Etats-Unis. Enfin, une analyse de sensibilité démontre que la convergence vers l'équilibre de long terme ne serait pas remise en cause si le taux de rendement réel de référence était ramené à 3,4% par an. Il s'ensuivrait naturellement un taux de financement requis plus élevé, de l'ordre de 28% tout au long de la période de simulation. Ce dernier taux demeurerait cependant nettement inférieur au taux de cotisation requis en l'absence de réforme, qui pourrait atteindre voire même excéder 40% des revenus contributifs au cours de l'horizon de projection. La même analyse de sensibilité révèle que le taux de cotisation requis pourrait être ramené à 17% de la masse contributive vers la fin de l'horizon de projection en cas de rendement réel égal à 5,4%, soit le taux considéré dans le cas des Etats-Unis par Modigliani et Muralidhar. L'adoption par la Chambre des Députés en 2004 d'une loi visant à assurer une plus grande diversification de la réserve de compensation du régime général de pension est de nature à induire un rendement accru de la réserve de compensation. Un tel objectif revêt une considérable importance au Luxembourg en raison du niveau absolu de cette réserve.

Le cheminement vers la capitalisation illustré au tableau ci-après, intègre deux conventions additionnelles. En premier lieu, le transfert de recettes au Fonds serait choisi de telle manière que le taux global de financement requis (cotisations Fonds + coût résiduel des pensions de répartition, c'est-à-dire des pensions qui n'ont pas encore été transférées au Fonds ; voir la colonne 9) demeure inférieur à un plafond donné, afin de ramener le coût de transition à un niveau raisonnable. Par hypothèse, ce plafond serait fixé à 26% de la masse contributive en 2008 et il augmenterait graduellement par la suite pour atteindre 27% en 2012. En dépit de cet amoindrissement des recettes initiales du Fonds, ce dernier serait à tout moment en mesure de financer ses dépenses de pension (voir la colonne 3), ces dernières n'étant de toute manière transférée au Fonds que de façon graduelle.

En second lieu, l'importante progression du ratio de dépenses serait quelque peu endiguée. Il est en effet supposé à titre illustratif (d'autres mesures pouvant être envisagées) que l'ajustement des pensions aux salaires réels, qui a lieu tous les

deux ans au Luxembourg, serait suspendu de 2007 à 2017. Il en résulterait une nette diminution du ratio de dépenses (19,6% en 2020, contre 23,6% en l'absence d'une suspension de l'ajustement aux salaires réels), sans diminution du pouvoir d'achat des pensions. Le taux de remplacement du salaire par la pension en serait bien évidemment affecté, mais ce taux est élevé au Luxembourg pour une carrière complète, comme l'atteste une récente étude de l'OCDE.

Tableau 9 *Application de la proposition Modigliani-Muralidhar au Luxembourg : tableau 2 avec plafonnement du financement requis et suspension de l'ajustement aux salaires réels de 2007 à 2017 En pourcentages du revenu contributif, sauf mentions contraires*

	contributions versées au Fonds	Revenus de la propriété du Fonds	Pensions à charge du Fonds	Solde budgétaire du Fonds	Réserves du Fonds	% de pensions transférées au Fonds	Ratio de dépenses	dont coût des pensions de répartition	Financement requis total	Coût de transition
	1.	2.	3. =6.*7.	4.=1.+2.-3.	5.	6.	7.	8.	9.=1.+8.	10.=9.-7.
2008	5.8	4.1	0.0	9.8	73.1	0.2	20.2	20.2	26.0	5.8
2009	6.4	4.5	0.1	10.7	80.1	0.6	20.0	19.9	26.3	6.3
2010	6.9	4.9	0.2	11.5	87.6	1.2	19.9	19.6	26.5	6.6
2011	7.4	5.3	0.4	12.3	95.6	2.1	19.7	19.3	26.7	7.0
2012	8.0	5.8	0.6	13.2	104.2	3.1	19.6	19.0	27.0	7.4
2013	8.3	6.4	0.8	13.9	113.0	4.3	19.5	18.6	27.0	7.5
2014	8.7	6.9	1.1	14.5	122.1	5.7	19.4	18.3	27.0	7.6
2015	9.1	7.5	1.4	15.2	131.5	7.2	19.3	17.9	27.0	7.7
2020	10.7	10.4	3.3	17.8	180.4	17.0	19.6	16.3	27.0	7.4
2030	13.3	15.6	10.2	18.7	261.8	42.8	23.9	13.7	27.0	3.1
2040	18.0	18.9	17.6	19.3	313.7	65.9	26.6	9.1	27.0	0.4
2050	22.7	21.5	23.2	21.0	355.1	84.3	27.5	4.3	27.0	0.0
2060	24.0	23.7	26.6	21.1	390.7	95.2	28.0	1.3	25.3	0.0
2070	24.0	24.8	28.2	20.6	407.5	99.0	28.4	0.3	24.2	0.0
2080	24.0	25.4	29.1	20.2	415.3	99.7	29.2	0.1	24.1	0.0
2081	24.0	25.4	29.7	19.6	415.3	99.7	29.8	0.1	24.0	0.0
2082	24.0	25.4	29.2	20.1	415.8	99.8	29.3	0.1	24.0	0.0
2083	24.0	25.4	29.9	19.5	415.7	99.9	29.9	0.0	24.0	0.0
2084	24.0	25.4	29.4	20.0	416.0	99.9	29.4	0.0	24.0	0.0
2085	24.0	25.4	30.1	19.4	415.7	100.0	30.1	0.0	24.0	0.0

Sources: BIT, IGSS, STATEC, calculs BCL . Basé sur Modigliani et Muralidhar (2004).

La progression de 24% (le taux de cotisation actuel) à 26, puis 27% de la masse contributive ne paraît nullement hors de portée, d'autant que ces 2 et 3% de financement additionnel ne représenteraient que 0,8 et 1,2% du PIB, respectivement. Ces montants sont d'ailleurs du même ordre de grandeur que le transfert additionnel de l'Etat central au régime de pension qu'a envisagé le FMI à l'occasion de sa récente mission de consultation au titre de l'Article IV au Luxembourg. En outre, ces ressources supplémentaires pourraient être collectées à travers la mise en oeuvre de différentes mesures ponctuelles. Le choix et le dosage de ces mesures (hausse des contributions de pension, transferts additionnels de l'Etat central, financement alternatif, etc.) est bien entendu du seul ressort des autorités.

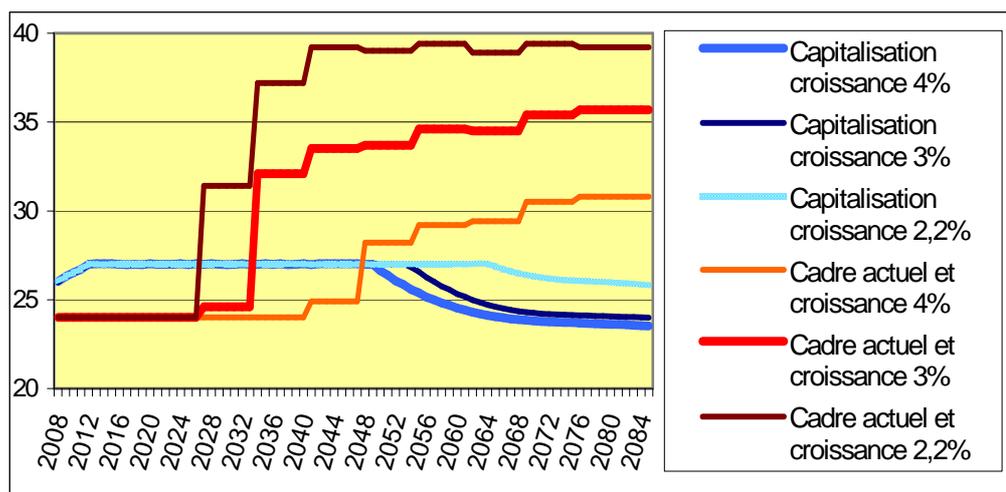
En dépit du caractère graduel de la transition et grâce aux mesures de consolidation additionnelles, le processus de transition s'apparenterait à un cercle vertueux (voir le tableau). L'équilibre de long terme serait bel et bien atteint à la fin de la période de transition, avec à la clef des résultats budgétaires favorables. Le Fonds enregistrerait en effet des excédents de l'ordre de 8% du PIB, tandis que les réserves se stabiliseraient à 160% du PIB (les données du tableau se rapportent au revenu contributif, soit pour l'essentiel la masse salariale). La soutenabilité à terme du système de pension serait assurée, du moins en l'absence de chocs négatifs. De surcroît, ces résultats budgétaires exceptionnels viendraient conforter les finances publiques de l'ensemble des administrations publiques, ce qui concourrait à préserver le Luxembourg d'une violation de la norme de référence de 3% de déficits. Cette situation serait évidemment de nature à grandement renforcer la stabilité de l'économie luxembourgeoise.

Une moindre vulnérabilité aux inflexions de la croissance économique

Le mécanisme de transition illustré au tableau permettrait en outre de protéger le système de pension des conséquences d'inflexions de la croissance économique. Cet avantage serait particulièrement bienvenu au Luxembourg, dont la petite taille concourt à exacerber la volatilité des indicateurs macro-économiques. L'évolution du financement requis sous différents scénarios de croissance est présentée au graphique suivant sous deux régimes alternatifs, à savoir un simple alignement sur la règle selon laquelle les réserves ne peuvent être inférieures à 1,5 fois le montant annuel des prestations dans le cadre du régime actuel et d'autre part le mécanisme présenté au tableau. Sous le présent régime, les taux de cotisation subiraient de

plein fouet les inflexions de la croissance économique. En revanche, le système de capitalisation proposé par Modigliani et Muralidhar amortirait considérablement les aléas de la croissance économique. Ce résultat s'explique principalement par le fait que le ratio de réserves tend - du moins toutes autres choses égales par ailleurs - à s'améliorer lorsque survient un fléchissement de la progression du dénominateur du ratio, soit la masse contributive. Or par hypothèse cette dernière croît au même rythme que le PIB dans les simulations présentées ci-dessus. Dans de telles circonstances, la réforme recommandée par Modigliani et Muralidhar constitue une assurance contre les chocs de croissance négatifs, qui ne sont nullement à exclure dans une petite économie ouverte.

Graphique 6 Evolution du taux de financement requis sous différents scénarios de croissance (En pourcentages des revenus contributifs)



Source : BIT, IGSS, STATEC, calculs BCL

Éléments de conclusion

Le Luxembourg devrait mettre à profit une fenêtre d'opportunité d'une dizaine d'années, au cours de laquelle le ratio de dépenses devrait demeurer inférieur à l'actuel taux de cotisation, soit 24%. C'est précisément au cours d'une telle période que le Luxembourg est en mesure d'amorcer à un coût supportable le processus de convergence vers un niveau suffisant de réserves. Le coût de financement total n'excède jamais 27% de la masse contributive dans la simulation reprise au tableau, alors que le taux de cotisation est déjà égal à 24% actuellement. La convergence

vers l'équilibre actuariel, qui est loin d'être acquis actuellement, nécessiterait certes une suspension limitée dans le temps de l'ajustement des pensions aux salaires réels. Cette mesure ne donnerait cependant nullement lieu à un déclin du pouvoir d'achat des pensions, puisque ces dernières feraient toujours l'objet d'un ajustement au niveau des prix. En outre, elle renforcerait considérablement la sécurité financière du système, tant au niveau macro-économique qu'en ce qui concerne les affiliés individuels. Enfin, si le préfinancement requis est relativement important, le coût de l'attentisme serait quant à lui considérable.