

Chapitre 1

LA SITUATION ECONOMIQUE
ET FINANCIERE

1.1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	12
1.1.2	Les rendements des titres publics à long terme	13
1.1.3	Les marchés boursiers	14
1.1.4	Le taux de change de l'euro	15
1.1.5	L'évolution des prix à la consommation	15
1.1.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	16
1.1.7	Le commerce extérieur	19
1.1.8	La balance des paiements	21
1.1.9	La position extérieure globale	23
1.2	La situation économique au Luxembourg	24
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	24
1.2.1.1	Prix à la consommation	24
1.2.1.2	Prix à la production industrielle	28
1.2.2	Comptabilité nationale	29
1.2.3	Industrie	30
1.2.4	Construction	31
1.2.5	Commerce et autres secteurs	32
1.2.6	Enquête de conjoncture auprès des consommateurs	33
1.2.7	Marché du travail	34
1.2.7.1	Emploi	34
1.2.7.2	Chômage	36
1.2.7.3	Les coûts salariaux	37
1.2.8	Le secteur financier	38
1.2.8.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	38
1.2.8.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	40
1.2.8.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	40
1.2.8.4	Résultats de l'enquête d'octobre 2003 sur la distribution du crédit bancaire	46
1.2.8.5	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	52
1.2.8.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	54
1.2.9	Le commerce extérieur	57
1.2.10	La balance des paiements courants	58
1.2.10.1	Compte courant	58
1.2.10.2	Compte financier	58
1.2.11	Projections macro-économiques	62
1.2.12	Les finances publiques	66

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Le Conseil des Gouverneurs de la Banque centrale européenne a réduit les taux d'intérêt à deux reprises depuis le début de l'année pour un total de 75 points de base; à savoir en date du 6 mars 2003 (- 25 points de base) et en date du 5 juin 2003 (- 50 points de base).

Depuis lors, le Conseil des Gouverneurs a décidé de maintenir les taux d'intérêt inchangés. Ainsi, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été ramené à 2 %. Les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont également été abaissés, à respectivement 3 % et 1 %.

Tableau 1 *Taux directeurs de l'Eurosystème*

Avec effet à compter du ¹	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement		Facilité de prêt marginal	
	Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
11/05/2001	3,50 %	-0,25	4,50 %	-0,25	5,50 %	-0,25
31/08/2001	3,25 %	-0,25	4,25 %	-0,25	5,25 %	-0,25
18/09/2001	2,75 %	-0,50	3,75 %	-0,50	4,75 %	-0,50
09/11/2001	2,25 %	-0,50	3,25 %	-0,50	4,25 %	-0,50
06/12/2002	1,75 %	-0,50	2,75 %	-0,50	3,75 %	-0,50
07/03/2003	1,50 %	-0,25	2,50 %	-0,25	3,50 %	-0,25
06/06/2003	1,00 %	-0,50	2,00 %	-0,50	3,00 %	-0,50

Source: BCE

Ces décisions d'assouplissement de la politique monétaire résultaient de l'amélioration des perspectives de stabilité des prix à moyen terme, en raison notamment de l'atonie de la croissance économique au premier semestre 2003 et de l'appréciation du cours de change de l'euro.

Depuis lors, l'évaluation des données économiques et monétaires confirme que l'orientation actuelle de la politique monétaire demeure compatible avec le maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

En ce qui concerne l'analyse économique, les informations récentes indiquent une amélioration de la conjoncture européenne au second semestre 2003. Parallèlement, le Conseil des Gouverneurs table sur un raffermissement de l'activité économique en 2004. S'agissant des perspectives en matière de prix, ceux-ci devraient demeurer favorables et se maintenir autour de 2 % à moyen terme. A plus court terme, les prix sont sujets à

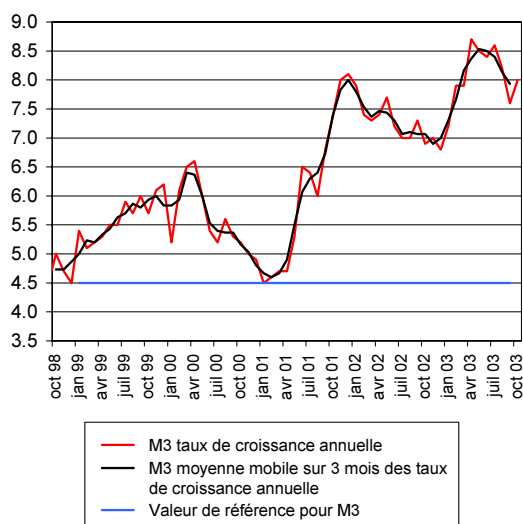
une certaine volatilité résultant des suites de la canicule de l'été dernier sur les prix des produits alimentaires ainsi que des retombées des incertitudes politiques en Moyen-Orient sur les prix du pétrole. Cependant, l'appréciation antérieure de l'euro devrait continuer d'atténuer les tensions sur les prix.

En ce qui concerne l'analyse monétaire, en dépit d'un certain ralentissement, la moyenne sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 est restée soutenue. Ceci notamment en raison des réaménagements de portefeuille opérés antérieurement, reflétant une nette préférence des investisseurs pour des actifs liquides et sûrs. Le bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro pour toutes les échéances a favorisé la forte demande d'actifs liquides inclus dans M3. Même si, actuellement, cette situation de liquidité abondante ne devait pas engendrer de tensions inflationnistes, elle exige une attention particulière en cas de raffermissement sensible de l'activité économique.

¹ La date fait référence aux facilités de dépôt et de prêt marginal. Pour les opérations principales de refinancement, les modifications du taux sont effectives à compter de la première opération qui suit la date indiquée.

Graphique 1

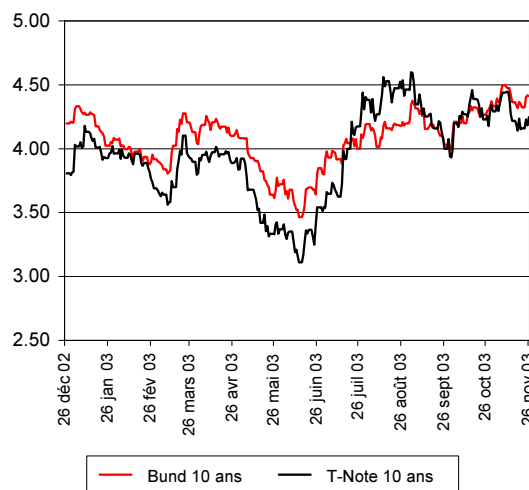
Croissance de M3 de la zone euro (en %)



Source: BCE

Graphique 2

Rendement du Bund 10 ans et du T-Note 10 ans



Source: Bloomberg

Le recoupement des informations en provenance de l'analyse économique et monétaire amène donc à la conclusion que les perspectives en matière de stabilité des prix à moyen terme restent favorables dans le contexte d'une reprise progressive de l'activité économique.

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

Pendant le premier semestre 2003, les taux obligataires à long terme reculaient aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis. Ce repli des taux longs était principalement alimenté par les tensions géopolitiques et par la publication de données macroéconomiques laissant entrevoir une reprise plus faible qu'attendu. Ces évolutions du marché obligataire reflétaient également d'importants réaménagements de portefeuille opérés au détriment d'actifs plus risqués, tels que les actions.

Ensuite, à partir de la deuxième moitié du mois de juin, les taux obligataires entamaient leur mouvement hausier. La nette progression des rendements des emprunts publics était entraînée par le regain d'optimisme des investisseurs quant aux perspectives d'activité économique aux Etats-Unis. Les effets de contagion provenant de la hausse des taux américains étaient le principal facteur à l'origine de la hausse des taux longs au sein de la zone euro. A cela s'ajoutait un léger regain d'optimisme parmi les opérateurs de marché quant aux perspectives de l'activité économique dans la zone euro.

La tendance à la hausse s'est interrompue en septembre, dans le sillage d'anticipations moins optimistes en matière de croissance aux Etats-Unis. Ce retournement de sentiment a été déclenché par des chiffres moins bons que prévus au niveau de l'emploi et de la confiance des consommateurs.

Finalement, les rendements des emprunts publics à long terme sont repartis à la hausse en octobre et en novembre pour s'établir, en date du 26 novembre, à un niveau de 4,25 % pour le T-Note 10 ans et de 4,41 % pour le Bund 10 ans. En effet, la publication d'une série de données supérieures aux attentes, notamment en matière de PIB et de l'emploi américain, ont favorisé le regain d'optimisme pour les perspectives de croissance mondiale.

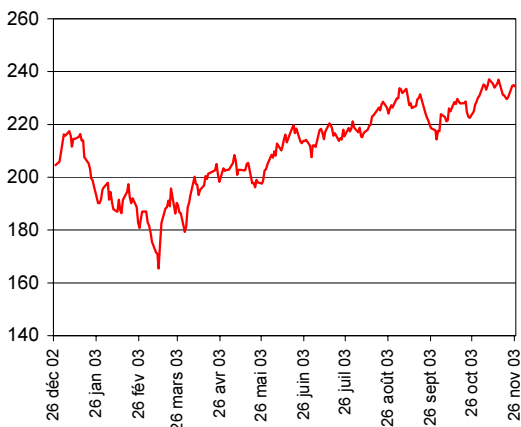
1.1.3 Les marchés boursiers

Les cours boursiers américains et européens, tels que mesurés par le S&P500 et le DJ Eurostoxx, reculaient jusqu'à la mi-mars avant d'entamer un long mouvement haussier.

Au début de l'année, cette baisse s'inscrivait dans un contexte caractérisé par les tensions géopolitiques et les inquiétudes persistantes du marché quant aux perspectives économiques mondiales. A partir de la mi-mars, un redressement s'installait dans les marchés avec le début des opérations militaires, entraînant des arbitrages de portefeuille au profit des actions.

Graphique 3

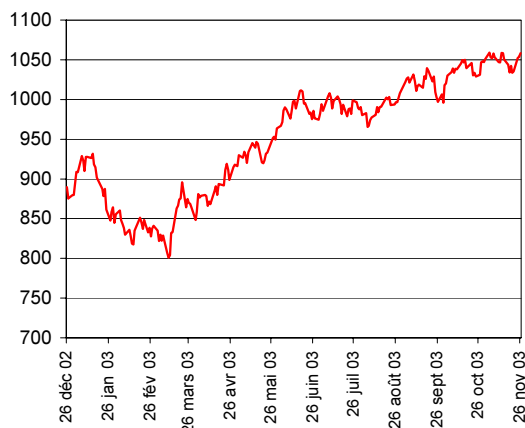
Evolution du DowJones Eurostoxx



Source: Bloomberg

Graphique 4

Evolution du S&P500



Source: Bloomberg

Depuis lors, les cours boursiers ont poursuivi leur orientation à la hausse, bien qu'à un rythme plus modéré. Cette évolution s'est inscrite dans un contexte marqué par la publication d'une série de données économiques meilleures que prévue et par le regain d'optimisme de la part des opérateurs quant aux perspectives d'activité économique et de bénéfices des entreprises.

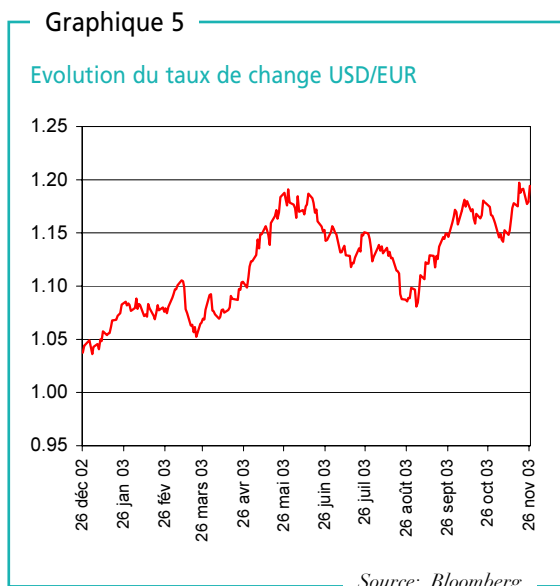
Les cours boursiers se sont stabilisés pendant l'été et ont récemment rebondi dans le sillage de signes confirmant l'amorce d'un redressement de l'économie mondiale. Aux Etats-Unis, le PIB au troisième trimestre et la situation de l'emploi ont agréablement surpris les investisseurs. En outre, les résultats des entreprises pour le troisième trimestre ont été généralement supérieurs aux attentes. Dans la zone euro, les chiffres du PIB et les indicateurs de confiance ont également laissé entrevoir des anticipations favorables pour l'activité économique.

Entre fin décembre 2002 et le 26 novembre 2003, le S&P500 a progressé de 20 % et le DJ Eurostoxx de 14 %.

1.1.4 Le taux de change de l'euro

L'euro s'appréciait face au dollar durant les premiers mois de l'année. L'incertitude induite par la montée des tensions géopolitiques ainsi que la publication, aux Etats-Unis, de statistiques économiques inférieures aux attentes pesaient sur le dollar. La détérioration de la situation budgétaire des Etats-Unis était perçue par le marché comme un facteur négatif supplémentaire.

Le cours de change USD/EUR enregistrait ensuite d'importantes fluctuations en mars et en avril en réaction aux nouvelles relatives au déroulement des opérations militaires en Irak. Avec la fin des actions militaires, les investisseurs recentraient leur attention sur la persistance du déficit courant américain. Ainsi l'euro se raffermissait davantage face au dollar, atteignant des niveaux aux alentours de 1,19 USD fin mai. Le différentiel entre les taux d'intérêt rémunérant les investissements en euro et en dollar devrait également avoir affecté le cours de change USD/EUR.



Début juin, suite à des signes plus positifs émanant de la confiance des consommateurs américains et du climat des affaires, le dollar se stabilisait contre l'euro dans une fourchette étroite comprise entre 1,17 et 1,19.

A partir de mi-juin, les opérateurs de marché revoyaient à la hausse leurs anticipations concernant l'activité économique aux Etats-Unis et le dollar se renforçait de nouveau par rapport à l'euro. En septembre, les marchés de change évoluaient dans le sillage des déclarations à l'issu de la réunion du G7 à Dubai plaidant pour une plus grande flexibilité des taux de change. Cette déclaration déclenchait surtout une appréciation généralisée du yen et un affaiblissement du dollar. Début novembre, le dollar se reprenait légèrement dans le sillage de la publication de l'amélioration des perspectives de croissance aux Etats-Unis. Néanmoins, les incertitudes concernant le «twin deficit» continuent à peser sur le dollar.

Finalement, durant la deuxième moitié du mois de novembre, un rebond de l'euro au-dessus des 1,19 USD a été entraîné par des craintes de mesures protectionnistes américaines en particulier contre l'industrie chinoise du textile et une résurgence des attaques terroristes.

En date du 26 novembre, en termes effectifs et nominaux, l'euro est à 7,5 % au-dessus de son niveau de fin 2002 et à 13,3 % au-dessus de son niveau moyen de 2002.

1.1.5 L'évolution des prix à la consommation

La progression annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) de la zone euro a fluctué autour de 2 % pendant la période allant de juillet à octobre 2003 (2,0 % en octobre). Au cours de ces derniers mois, le rythme annuel de croissance de l'IPCH global a surtout été marqué par les développements au niveau des prix des produits alimentaires non transformés et de l'énergie.

En effet, le taux annuel de variation des prix des produits alimentaires non transformés a globalement suivi

une tendance ascendante pour s'établir à 4,3 % en septembre et à 3,9 % en octobre, suite à 2,7 % en juillet 2003. Ce développement s'explique par l'impact des conditions météorologiques particulièrement sèches et chaudes de cet été sur les prix des produits frais, comme les légumes et les fruits.

Ces pressions inflationnistes ont été contrebalancées dans une large mesure par le recul prononcé du taux de variation annuel des prix de l'énergie de 2,7 % en août à 0,7 % en octobre, reflétant la chute des cours du pétrole exprimés en euros.

Le rythme annuel de progression de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie s'est inscrit en légère hausse au cours des récents mois, passant de 1,8 % en juillet à 2,0 % en septembre et octobre. Ce mouvement trouve son origine dans la hausse des taux de progression annuels des produits alimentaires transformés et des produits manufacturés hors énergie. L'indice de prix des services a affiché un taux de croissance annuel inchangé de 2,5 % depuis août, après avoir augmenté de 0,2 % entre juillet et août.

Tableau 2 Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro

	1999	2000	2001	2002	2002 oct.	2002 nov.	2002 déc.	2003 jan.	2003 fév.	2003 mars	2003 avril	2003 mai	2003 juin	2003 juil.	2003 août	2003 sept.	2003 oct.
IPCH global	1,1	2,1	2,4	2,2	2,3	2,3	2,3	2,1	2,4	2,4	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0
<i>dont:</i>																	
Biens	0,9	2,7	2,5	1,7	1,7	1,8	1,9	1,6	2,1	2,2	1,5	1,4	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7
<i>Alimentation</i>	0,6	1,4	4,5	3,1	2,2	2,3	2,1	1,4	2,0	2,2	2,3	2,4	2,9	3,0	3,1	3,6	3,7
- Produits alimentaires non transformés	0,0	1,8	7,0	3,1	1,7	1,9	1,3	-0,7	0,3	0,7	0,9	1,1	2,5	2,7	3,3	4,3	3,9
- Produits alimentaires transformés	0,9	1,2	2,8	3,1	2,6	2,6	2,7	2,8	3,2	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5
<i>Produits manufacturés</i>	1,0	3,1	1,2	1,0	1,5	1,5	1,7	1,7	2,2	2,2	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8
- Produits manufacturés hors énergie	0,7	0,5	0,9	1,5	1,2	1,3	1,2	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8
- Energie	2,4	13,1	2,5	-0,5	2,6	2,4	3,8	6,0	7,7	7,5	2,2	0,6	1,6	2,0	2,7	1,6	0,7
Services	1,5	1,5	2,7	3,1	3,1	3,1	3,0	2,8	2,7	2,6	2,9	2,5	2,5	2,3	2,5	2,5	2,5
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,1	1,1	2,0	2,5	2,3	2,3	2,2	2,0	2,0	2,0	2,2	2,0	2,0	1,8	1,9	2,0	2,0

Source: Eurostat

Il est probable que les taux d'inflation se maintiendront autour de 2 % durant les prochains mois, et qu'ils ne reculeront donc ni aussi vite ni autant qu'on ne l'anticipait antérieurement. Trois facteurs concourent à l'inertie des taux d'inflation. En premier lieu, quelques pressions inflationnistes modestes d'ici la fin 2003 et début 2004 sur les prix des produits alimentaires non transformés pourraient résulter de la canicule de cet été. Puis, les cours du pétrole restent plus élevés qu'anticipé en raison de la situation politique incertaine au Moyen-Orient. Finalement et par-dessus tout, les

hausse de la fiscalité indirecte et des prix administrés annoncées pour 2004 dans quelques pays de la zone euro auront un impact inflationniste. Cependant, le rythme de progression de l'IPCH global devrait se modérer à moyen terme, pour évoluer à des taux conformes avec la définition de la stabilité des prix retenue par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Cette prévision se base sur la continuation de la modération salariale. L'appréciation de l'euro observée antérieurement devrait également continuer d'affaiblir les tensions inflationnistes.

1.1.6 Evolution de la production, de la demande et du marché du travail

Les dernières estimations relatives à la croissance du PIB réel de la zone euro confirment la faiblesse persistante de l'activité économique au premier semestre de l'année en cours. De fait, la variation trimestrielle du PIB a été négative au deuxième trimestre 2003, passant de 0,0 % à -0,1 %. La ventilation de l'évolution du PIB en volume pour le deuxième trimestre, révèle que la consommation privée et la consommation publique sont restées le soutien principal de la croissance dans la zone euro (avec des contributions de 0,1 p.p. pour chacune d'entre elles). Bien que la formation brute de capital fixe ait continué à être durement éprouvée par le ralentissement de l'activité économique mondiale, elle n'a cependant pas pénalisé la croissance du PIB réel au cours de ce trimestre sous revue (0,0 p.p.). A l'inverse, l'effondrement de la croissance trimestrielle des exportations (-0,7 %), conjugué à une croissance positive des importations (0,1 %), a grevé la progression trimestrielle du PIB de la zone euro: le solde extérieur a pénalisé la croissance à hauteur de 0,3 p.p. Les évolutions des principaux agrégats du PIB ont donc continué de dessiner un tableau sombre de l'économie de la zone euro au cours de la première moitié de l'année 2003.

Cependant, cette faiblesse de la croissance observée au cours de la première moitié de l'année contraste avec les résultats encourageants des enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprises et des consommateurs de la zone euro pour le troisième trimestre 2003, qui témoignent d'une reprise très progressive de l'activité dans la seconde partie de cette année. De surcroît, la première estimation précoce de la croissance trimestrielle du PIB de la zone euro pour le troisième trimestre 2003, qui aboutit à une accélération à concurrence de +0,4 %, va dans la direction du principal scénario retenu par l'Eurosysteme

et la Commission européenne², à savoir, celui d'une amélioration graduelle de l'activité économique qui devrait se renforcer courant 2004.

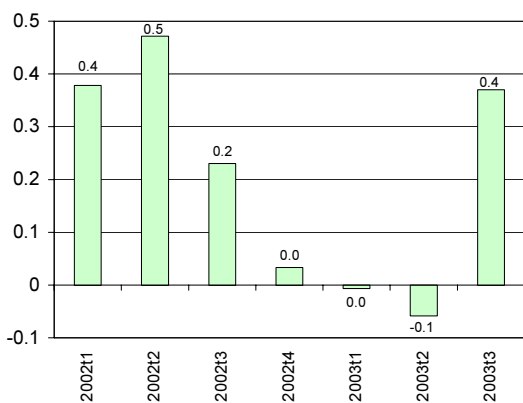
Les projections du PIB en volume de l'Eurosysteme, de la Commission européenne et de l'OCDE pour 2004 et 2005 tablent toutes sur un renouement progressif de l'activité économique avec la croissance. Un renforcement tant de la demande extérieure que de la demande intérieure présideraient à cet élan de croissance. Plus en détail, l'Eurosysteme estime que parmi les composantes de la demande intérieure, la consommation privée progressera entre 1,1 % et 2,1 % et 1,9 % et 2,9 % respectivement en 2004 et en 2005. En effet, elle devrait bénéficier de la croissance du revenu disponible réel qui serait favorisée par la poursuite de l'appréciation de l'euro (contenant l'inflation importée), par des taux d'intérêt historiquement bas et par la reprise de la croissance de l'emploi (contribuant à redonner confiance aux agents). La croissance annuelle de la consommation publique devrait quant à elle demeurer modeste s'établissant dans des intervalles de 0,6 % et de 1,6 %, et de 0,3 % et 1,3 % respectivement en 2004 et en 2005. Après avoir enregistré trois années de baisse, la formation brute de capital fixe devrait à nouveau repartir en 2004 et significativement rebondir en 2005 (entre 0,2 % et 3,2 % en 2004 et entre 2,3 % et 5,5 % en 2005) sous l'effet bénéfique à la fois de la croissance de la demande externe adressée à la zone euro et de conditions de financement très favorables.

La croissance des exportations et des importations devrait aussi reprendre vigueur courant 2004 et 2005 dans le sillage de l'accélération de la croissance mondiale et domestique (resp. dans des intervalles de 2,8 % / 6,0 % et de 5,0 % / 8,2 % en 2004 et 2005 du côté des exportations et de 2,9 % / 6,3 % et de 5,1 % / 8,5 % en 2004 et 2005 du côté des importations).

² Les projections de la Commission européenne tablent sur une croissance trimestrielle du PIB située dans un intervalle de 0,2 % à 0,6 % au cours du quatrième trimestre 2003 et dans un intervalle de 0,3 % à 0,7 % au cours du premier trimestre 2004.

Graphique 6

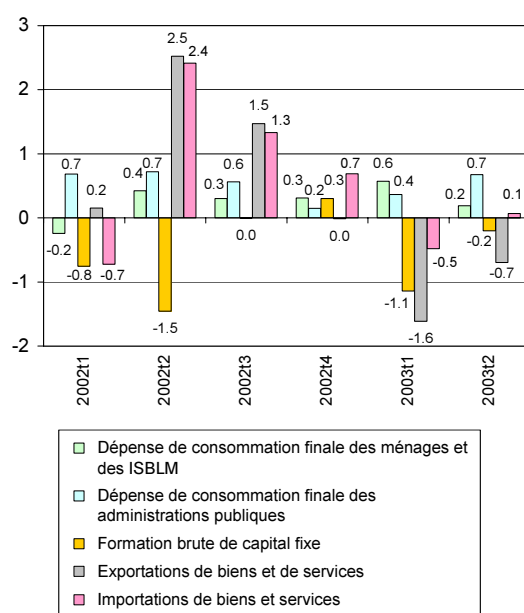
Evolution du PIB de la zone euro (variation trimestrielle en pourcentage)



Source: Eurostat

Graphique 7

Evolution des agrégats constitutifs du PIB de la zone euro (variation trimestrielle, en pourcentage)



Source: Eurostat

Tableau 3 Projections macroéconomiques pour la zone euro (variations annuelles en pourcentage)

	2002	2003	2004	2005
Projections de la Commission européenne				
PIB réel	0,9	0,4	1,8	2,3
Projections de l'OCDE				
PIB réel	0,9	0,5	1,8	2,5
Projections de l'Eurosystème (intervalles)				
PIB réel	0,9	0,2 / 0,6	1,1 / 2,1	1,9 / 2,9
Consommation privée	0,5	1,0 / 1,4	1,1 / 2,1	1,4 / 3,0
Consommation publique	2,8	0,9 / 2,1	0,6 / 1,6	0,3 / 1,3
Formation brute de capital fixe	-2,8	-1,7 / -0,7	0,2 / 3,2	2,3 / 5,5
Exportations de biens et de services	1,7	-1,6 / 1,2	2,8 / 6,0	5,0 / 8,2
Importations de biens et de services	0,0	0,1 / 2,7	2,9 / 6,3	5,1 / 8,5

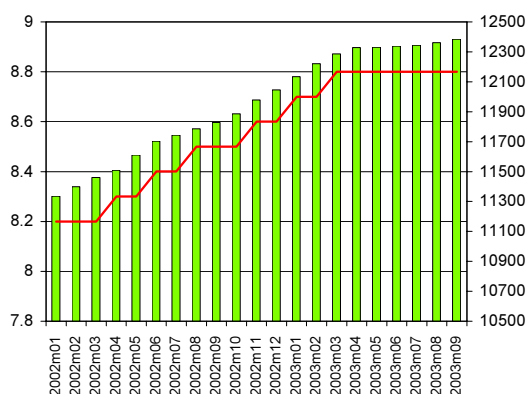
Source: Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

Les statistiques du chômage ont continué de faire écho à la faiblesse de la situation macroéconomique au sein de la zone euro depuis le début de l'année en cours. En effet, le taux de chômage est demeuré à un niveau

élevé et globalement stable tout au long des neuf premiers mois de 2003, s'établissant finalement à 8,8 % en septembre 2003, ce qui correspond à 12,4 millions de personnes touchées.

Graphique 8

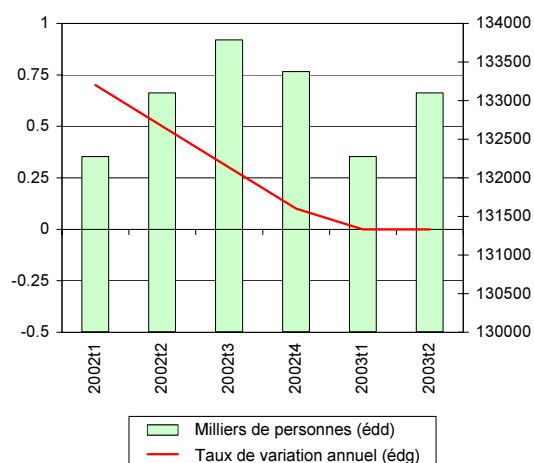
Nombre de chômeurs et taux de chômage standardisé³ pour la zone euro (en % de la population active)



Source: Eurostat

Graphique 9

Variation annuelle et niveau de l'emploi total (taux de variation annuels)



Source: Eurostat et BCE

Sur le front de l'emploi, les dernières données disponibles indiquent que la croissance annuelle de l'emploi au sein de la zone euro est restée nulle tant au premier qu'au deuxième trimestre 2003. Cette stabilisation fait suite à deux années de fléchissement graduel de la croissance annuelle de l'emploi et ne présage nullement d'une amélioration de la situation sur le marché de l'emploi pour le reste de l'année en cours. De fait, le marché de l'emploi réagissant avec retard par rapport à l'évolution de la situation conjoncturelle, les perspectives d'évolution de l'emploi (et du chômage) demeurent sombres pour le reste de l'année 2003 ainsi que pour au moins le début de 2004.

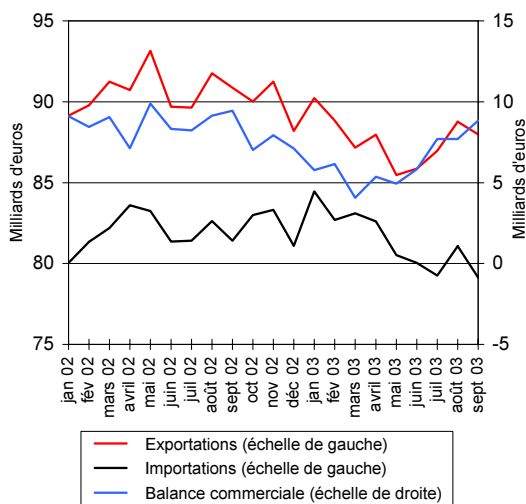
1.1.7 Le commerce extérieur

Au troisième trimestre 2003 l'excédent du commerce extérieur, en données corrigées des variations saisonnières (cvs), s'élève à 24,2 milliards d'euros contre 16,1 milliards au second semestre. La tendance à l'amélioration mensuelle de l'excédent débutée au mois d'avril se poursuit jusqu'au mois de septembre.

³ Le taux de chômage standardisé est calculé sur base des définitions qui sont recommandées par le Bureau International du Travail (BIT). Dans 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.

Graphique 10

Commerce extérieur de la zone euro (cvs)



Source: Eurostat

Les importations ont baissé de 1,7 % entre le deuxième et le troisième trimestre 2003, poursuivant la baisse constatée entre les deux premiers trimestres de l'année en cours. La diminution des importations entre le deuxième et le troisième trimestre s'explique par la faiblesse de la demande dans la zone euro. L'évolution du taux de change de l'euro n'a sans doute pas joué un grand rôle puisque l'euro s'est déprécié d'environ 1 % vis-à-vis de l'ensemble des autres devises, en moyenne trimestrielle entre ces deux périodes.

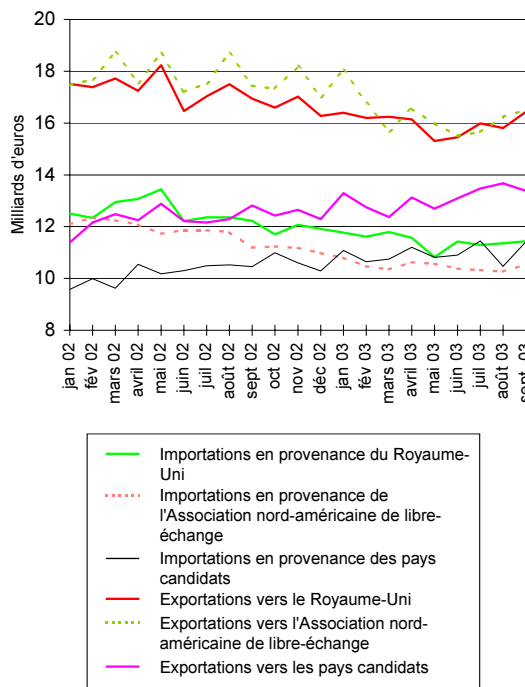
A l'exception des importations de carburant qui sont restées stables, les importations des autres produits ont diminué et principalement les importations de produits chimiques, de machines et matériels de transport et de produits manufacturés. D'autre part, les importations en provenance de tous les principaux pays partenaires ont baissé sauf celles en provenance des pays candidats à l'adhésion à l'Union européenne⁴ et de Russie. En particulier, les importations en provenance des pays candidats ont dépassé celles en provenance de l'association nord-américaine de libre-échange⁵ et ont rejoint celles en provenance du Royaume-Uni, premier fournisseur de la zone euro avec 14 % des importations.

4 Pays candidats à l'adhésion à l'Union européenne: Bulgarie, Chypre, République Tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Roumanie, Slovaquie, Slovénie, Turquie

5 Pays membres de l'Association nord-américaine de libre-échange: Canada, Mexique, Etats-Unis

Graphique 11

Echanges commerciaux avec certains partenaires



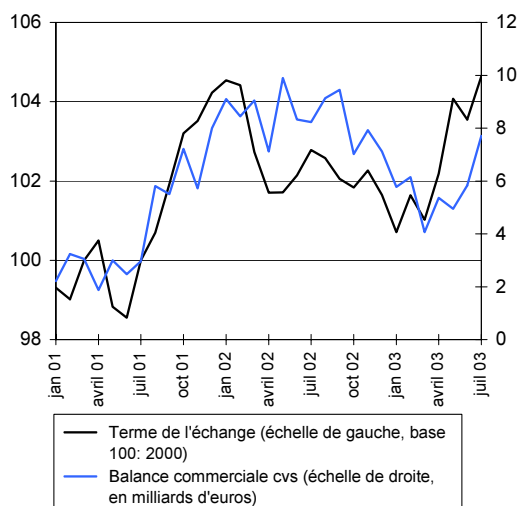
Source: Eurostat

Les exportations se sont redressées de 1,7 % entre le deuxième et le troisième trimestre 2003 sans toutefois atteindre leur niveau du premier trimestre. Cette amélioration est le résultat de la reprise de l'activité économique au niveau mondial. Les exportations de machines et matériels de transport et de produits manufacturés ont progressé alors que les exportations des autres produits ont légèrement diminué. Les exportations se sont améliorées de plus de 2,5 % entre ces deux périodes vis-à-vis de l'ensemble des partenaires de la zone euro à l'exception de l'Amérique et de la Suisse. Les exportations à destination des Etats-Unis ont progressé de 1 % mais celle à destination de l'Amérique Latine et du Canada ont reculé de plus de 4 %.

Sur les sept premiers mois de l'année en cours (période pour laquelle les données sont disponibles), les indices des valeurs unitaires à l'importation et à l'exportation ont fortement diminué en raison de l'appréciation de l'euro. Les termes de l'échange (ratio de l'indice des valeurs unitaires à l'exportation et de l'indice des valeurs unitaires à l'importation) ont beaucoup augmenté depuis le mois d'avril en raison de la baisse plus prononcée de l'indice des importations. Les indices de volume à l'importation et à l'exportation présentent une tendance plate sur les sept premiers mois de l'année 2003.

Graphique 12

Les termes de l'échange



Source: Eurostat

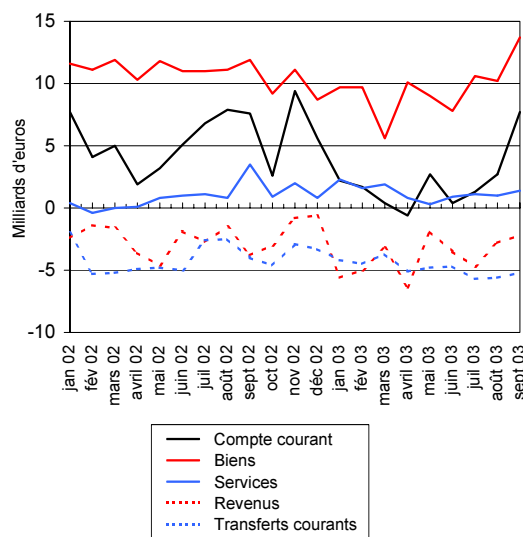
1.1.8 La balance des paiements

Le compte des transactions courantes

Sur les neuf premiers mois de l'année 2003, le compte des transactions courantes de la zone euro était excédentaire de 11,7 milliards d'euros en comparaison à un excédent de 44 milliards d'euros sur la même période de l'année précédente. Cette dégradation provient principalement de la baisse de l'excédent des biens, de l'aggravation du déficit des revenus et des transferts courants, qui n'ont été que très faiblement compensées par l'amélioration de l'excédent des services.

Graphique 13

Solde cvs du compte courant de la zone euro



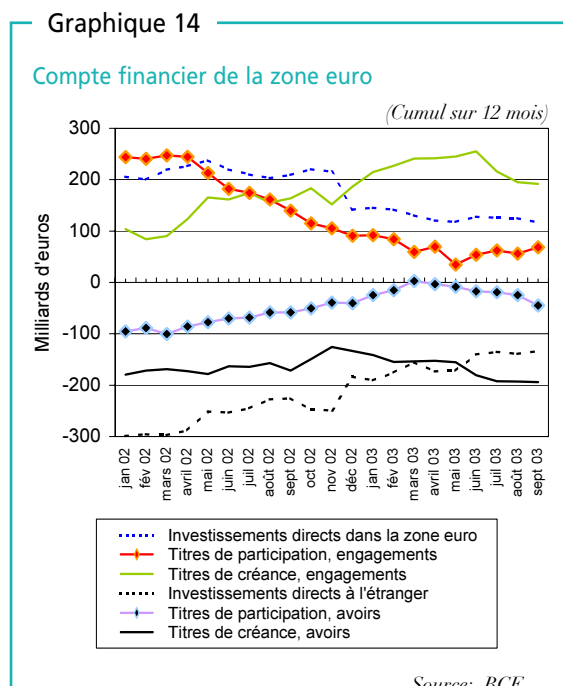
Source: BCE

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), au troisième trimestre l'excédent du compte des transactions courantes s'élevait à 11,7 milliards d'euros en comparaison à un excédent de 2,5 milliards d'euros au deuxième trimestre. Cette amélioration résulte de la hausse de l'excédent des biens et des services et de la diminution du déficit des revenus et a été légèrement atténuée par l'augmentation du déficit des transferts courants.

Le compte financier

Pour le troisième trimestre 2003, les investissements directs ont enregistré des sorties nettes de 15,4 milliards d'euros en comparaison à des entrées nettes de 5,4 milliards d'euros au second semestre 2003. Cette évolution résulte de la chute des investissements directs étrangers dans la zone euro au troisième trimestre, sans toutefois qu'il y ait désinvestissement. Les investissements directs résidents à l'étranger diminuent au cours des trois premiers trimestres de l'année 2003. Cependant, cette baisse concerne les prêts intra-groupe alors que les investissements en capital sont en légère progression. Afin de mieux apprécier les tendances des principales rubriques du compte financier, le graphe s'y rapportant présente des données en cumul sur douze

mois, en raison de données trimestrielles trop erratiques. En cumul sur douze mois, la baisse des flux d'investissements directs constatée depuis début 2002 semble être stoppée. En effet, les flux se sont stabilisés depuis le mois de juin 2003.



Note: Un flux négatif indique un flux sortant de la zone euro et un solde positif un flux entrant.

Les investissements de portefeuille ont enregistré des sorties nettes de 69,8 milliards d'euros au troisième trimestre 2003, en comparaison à des entrées nettes de 42,2 milliards au second trimestre. Ce retournement de situation résulte des flux en titres de créance émis par des résidents de la zone euro. Les non-résidents ont en effet investi massivement en titres de créance de la zone euro au cours du deuxième trimestre dans l'objectif de plus-values liées à une probable baisse des taux d'intérêt dans la zone euro. Les taux ont baissé de 50 points de base au mois de juin, ce qui a entraîné la hausse des cours des titres de créance. Les non-résidents ont pris leur bénéfice, ce qui s'est concrétisé par un désinvestissement net de 28,2 milliards d'euros au troisième trimestre 2003. Les sorties nettes des résidents au titre des investissements en titres de créance étrangers ont augmenté au troisième trimestre. Il est probable que ces résidents détenaient des positions élevées en titres de créance émis dans la zone euro anticipant la baisse des taux d'intérêts. Après la réalisation de cette baisse survenue au mois de juin, ces investisseurs ont rééquilibré leurs positions en investissant en titres de créance étrangers.

La reprise des investissements en titres de participation survenue au deuxième trimestre 2003 s'est poursuivie au troisième trimestre de manière plus pondérée. Ainsi les résidents ont effectué des investissements nets en actions étrangères pour 14,8 milliards d'euros au troisième trimestre contre 30,3 milliards au second trimestre. De même, les investissements nets en actions de la zone euro effectués par les non-résidents se sont élevés à 20,9 milliards d'euros au troisième trimestre en comparaison à des investissements de 30,4 milliards d'euros au second trimestre.

Les sorties nettes au titre des investissements de portefeuille des résidents se poursuivent au troisième trimestre alors que les importantes entrées nettes des non-résidents constaté au deuxième trimestre ont laissé place à de faibles sorties nettes au troisième trimestre. Ces évolutions sont compensées en grande partie par des flux au titre des autres investissements.

1.1.9 La position extérieure globale

La position extérieure globale recense les avoirs et engagements d'un pays ou d'une zone économique vis-à-vis du reste du monde. Les statistiques, produites annuellement, viennent d'être publiées pour l'année 2002, accompagnées de révisions pour les années précédentes.

La position extérieure nette de la zone euro vis-à-vis du reste du monde a enregistré des engagements nets de 290 milliards d'euros à la fin de l'année 2002, qui représentent 4,1 % du produit intérieur brut de la zone euro, en comparaison à des engagements nets de 190 milliards d'euros à la fin de l'année 2001. Cette augmentation des engagements nets résulte d'une baisse des avoirs plus prononcée que celle des engagements. Les avoirs se chiffraient à 7 278 milliards d'euros à la fin 2002 et les engagements à 7 568 milliards d'euros.

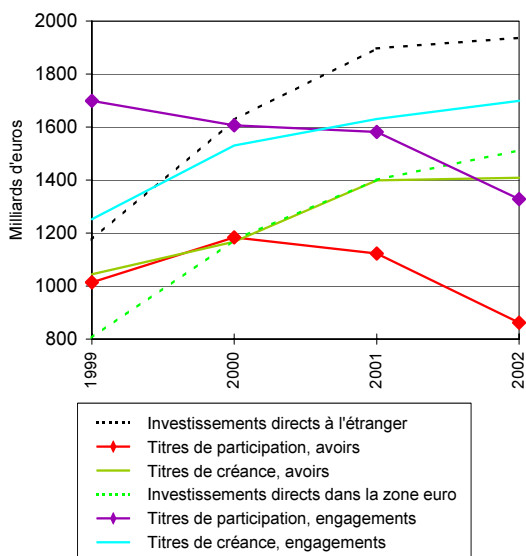
Entre la fin de l'année 2001 et la fin de l'année 2002, les positions d'investissements directs poursuivent leur progression en raison du phénomène de mondialisation qui entraîne l'internationalisation des entreprises. Toutefois, les investissements directs étrangers dans la zone euro ont progressé plus rapidement que les investissements directs des résidents à l'étranger.

Les positions en titres de participation ont fortement baissé essentiellement du fait de la chute des cours boursiers, conséquence de l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques et des conséquences des attentats du 11 septembre 2001.

En ce qui concerne les positions en titres de créance, l'évolution doit être différenciée entre les avoirs et les engagements. En effet, les avoirs des résidents de la zone euro en titres de créance étrangers sont restés stables malgré des achats nets au cours de l'année 2001 et la baisse des taux d'intérêts qui a conduit à une augmentation de la valorisation de ces titres. Ces effets ont probablement été compensés par l'appréciation de l'euro vis-à-vis des autres devises d'environ 9 % au cours de l'année 2001. L'appréciation de l'euro n'a pas eu d'effet similaire sur l'évolution en titres de créance émis par les résidents de la zone euro et détenus par des non-résidents. Les engagements de la zone euro ont augmenté du fait de ventes nettes de titres de créance et de leur revalorisation due à la baisse des taux d'intérêt dans la zone euro.

Graphique 15

Position extérieure en investissements directs et de portefeuille



Source: BCE

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 L'évolution des prix et des coûts

1.2.1.1 Prix à la consommation

Le taux de progression annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) est passé de 1,6 % en juillet à 2,1 % en septembre, changeant ainsi de tendance par rapport au deuxième trimestre 2003. L'évolution du taux annuel entre juillet (+1,6 %) et août (+2,0 %) s'explique, entre autres, par le fait que les soldes d'été avaient eu un impact particulièrement important en 2003. Le rythme de progression de l'indice global s'est replié à 1,7 % en octobre 2003 en raison de l'évolution favorable des prix des produits pétroliers.

A noter que les prix des produits pétroliers ont eu un impact inflationniste en juillet, août et septembre, comme en témoignent des taux de progression mensuels positifs. Cependant, la contribution des prix des produits pétroliers à l'inflation annuelle à été faible, voire négative, au cours de la période juillet à septembre 2003, principalement en raison d'effets de base favorables. Le recul des prix des produits pétroliers en octobre 2003 a été de 6,5 % en termes mensuels et de 8,8 % par rapport à octobre 2002.

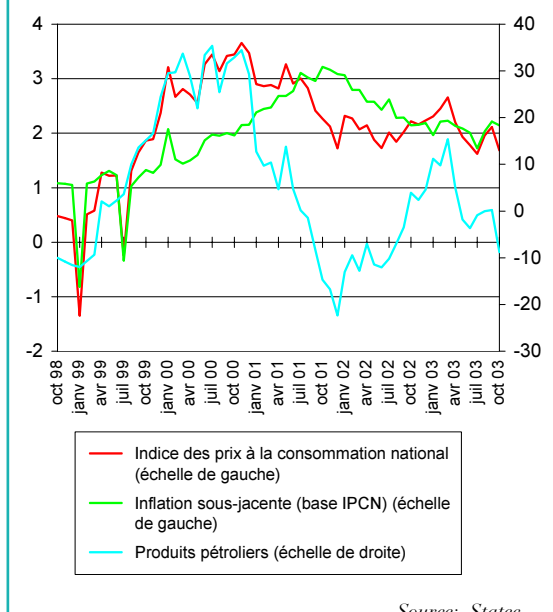
L'inflation sous-jacente annuelle⁶, après s'être établie à 1,7 % en juillet 2003, taux le plus bas observé depuis mai 2000, a également changé de tendance, augmentant à 2,2 % en septembre et revenant à 2,1 % en octobre 2003. Cette hausse de l'inflation sous-jacente illustre bien la progression des prix issue du processus économique domestique. En effet, la tranche indiciaire du 1^{er} août 2003 a contribué à l'impact inflationniste constaté en août, septembre et octobre au niveau des prix de certains services comme les services médicaux et dentaires, la réparation des appareils ménagers, les services d'entretien du logement et l'entretien et la réparation des véhicules automoteurs. Plusieurs facteurs haussiers, comme la généralisation du parking payant sur le territoire de la Ville de Luxembourg et l'augmentation des loyers pour garages et les voyages à forfait par avion ont contribué à la progression de

l'inflation sous-jacente avant l'échéance de la tranche indiciaire. En effet, le rythme de progression mensuel de l'inflation sous-jacente apurée de l'effet des soldes d'été s'est accéléré à 0,27 % en juillet 2003, suite à 0,15 % en juin 2003.

Graphique 16

Inflation et produits pétroliers

(Taux de variation annuel)



Source: Statec

Le différentiel d'inflation par rapport à la zone euro a été favorable au Luxembourg en ce qui concerne l'IPC global⁷ depuis juin. Par contre, le différentiel de l'IPC hors produits alimentaires non transformés et énergie par rapport à la zone euro⁸ demeure toujours en défaveur du Luxembourg, avec 0,3 % en octobre 2003. Le différentiel par rapport à nos pays limitrophes reste défavorable en ce qui concerne à la fois l'IPC total⁹ et l'IPC hors produits alimentaires non transformés et énergie¹⁰.

6 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 gas-oil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

7 IPCN Luxembourg moins IPCH zone euro.

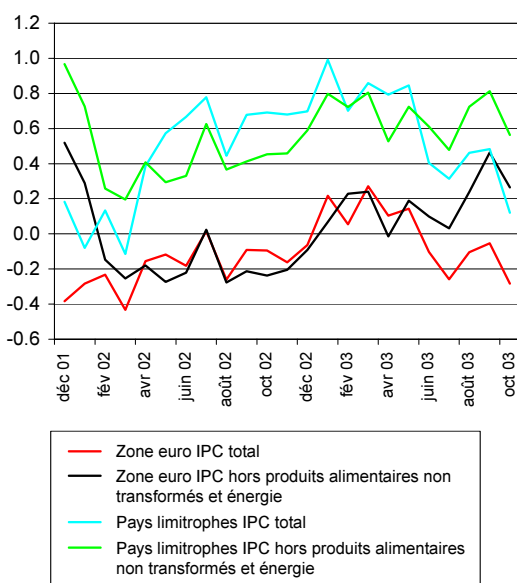
8 IPCN hors produits alimentaires non transformés et énergie du Luxembourg moins IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie de la zone euro.

9 IPCN Luxembourg moins IPCH pays limitrophes.

10 IPCN hors produits alimentaires non transformés et énergie du Luxembourg moins IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie des pays limitrophes.

Graphique 17

Différentiel de l'inflation (taux annuels)



Source: Statec, Eurostat, calculs BCL

Prévisions d'inflation

En moyenne, nos prévisions antérieures¹¹ ont été en ligne avec l'évolution récente de l'inflation. L'évolution

du sous-indice énergie a certes été quelque peu plus favorable qu'escompté, mais l'effet a été compensé par une progression surprenante des prix des services.

Hypothèses

Les prévisions d'inflation de la BCL sont généralement scindées en deux, à savoir des projections pour le sous-indice énergie, ainsi que des projections pour l'inflation globale excluant les produits énergétiques.

Les hypothèses sous-jacentes pour les produits pétroliers suivent le schéma habituel, en l'occurrence un taux de change EUR/USD maintenu constant sur l'horizon de prévision et un profil pour le prix du pétrole en dollar identique à celui observé sur les marchés à terme. Début novembre, l'euro cotait aux environs de 1,17 USD/EUR, soit une légère appréciation par rapport aux prévisions antérieures. Le prix du Brent en dollar s'est établi simultanément autour de 28\$/bl et les marchés à terme anticipent une baisse graduelle de ce prix jusqu'à un niveau proche de 25\$/bl pour décembre 2004, ce qui est globalement inchangé par rapport aux hypothèses de juillet. En somme, l'effet conjugué du pétrole et de l'euro devrait entraîner une évolution marginalement plus favorable pour le sous-indice énergie par rapport aux prévisions précédentes. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 4 Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2003	2004	03-T3	03-T4	04-T1	04-T2	04-T3	04-T4
Prix du pétrole en \$	28,3	26,2	28,4	28,3	27,3	26,4	25,7	25,2
Taux de change \$/€	1,13	1,17	1,12	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Prix du pétrole en euros (en % de var. ann.)	-4,2	-11,3	-7,8	-8,6	-18,0	-1,8	-12,8	-10,9

Source: BCL

Outre les facteurs standard influant sur les prix des produits pétroliers, le gouvernement a annoncé dans son projet de loi du budget pour l'année 2004 une hausse des accises de 7 cents/litre sur le prix de l'essence. Cette hausse du prix serait étalée sur l'année 2004 et serait neutralisée dans le mécanisme d'indexation automatique des salaires. Etant donné que des informations précises relatives au timing de l'ajustement des prix font encore défaut, nous avons incorpo-

ré un ajustement graduel des accises au courant de l'année 2004, à savoir des hausses de respectivement 3, 2 et 2 cents/litre au 1^{er} janvier, 1^{er} mai et 1^{er} septembre 2004. Selon nos calculs, l'impact maximal de la hausse devrait se chiffrer à peu près à une différence de croissance de 6,3 points de pourcentage pour le sous-indice énergie. L'impact sur l'IPCH et l'IPCN serait de respectivement 0,5 pp et 0,1 pp en 2004 et de 0,2 pp et 0,03 pp en 2005.

11 Voir Bulletin de la BCL 2003/2, pp.22-24

Les facteurs déterminants de l'inflation, à l'exclusion des produits énergétiques, sont généralement l'inflation importée ainsi que l'évolution des salaires. A cela s'ajoutent des mesures spécifiques telles que les ajustements au niveau de la taxation indirecte ainsi que l'évolution des tarifs publics et des prix administrés. En dépit de l'accélération conjoncturelle anticipée dans la zone euro par la Commission Européenne et l'Euro-système, l'inflation importée du Luxembourg devrait a priori rester contenue. D'une part, l'absence de pressions inflationnistes en provenance d'une hausse de la demande dans les pays voisins résulterait d'un écart de production par rapport à son potentiel toujours important. D'autre part, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar ne s'est pas encore entièrement répercutée sur les prix à la consommation. La décélération de l'inflation domestique serait par contre probablement plus lente en raison de l'évolution salariale. En effet, une tranche indiciaire est venue à échéance en août, induisant une hausse relativement prononcée des prix des services en septembre.

Une hausse de la taxation indirecte sur le tabac et plus précisément le relèvement de la part spécifique du droit d'accises autonome sur les cigarettes a été annoncée dans le projet de loi du budget 2004. Bien qu'il soit difficile de prévoir le timing et l'ampleur des ajustements de prix, nous avons incorporé des augmentations graduelles des prix des cigarettes sur l'horizon de prévision. En 2004, on devrait ainsi observer une hausse relativement importante du sous-indice tabac, éventuellement plus forte que les taux observés en 2002 et 2003.

Résultats

Sur base des seules hypothèses du prix du pétrole en euros, l'IPCH énergie connaîtrait une évolution globalement favorable sur l'horizon de prévision. Les baisses annuelles du prix de la matière première de respectivement 8,6 % au quatrième trimestre 2003 et de 11,3 % en 2004 engendreraient une contribution négative de l'énergie à l'IPCH. En revanche, en raison de l'adaptation graduelle de la taxation indirecte sur l'essence,

cette contribution négative se transformerait en une contribution positive à partir du deuxième trimestre 2004. Du fait d'un profil très volatil dans le passé, les variations annuelles du sous-indice seraient également très volatiles à l'avenir.

La hausse de l'IPCH à l'exclusion de l'énergie avait atteint un creux en juillet 2003 lorsque sa progression annuelle était tombée à 2,3. Elle s'est accélérée à nouveau depuis lors. Bien que ce mouvement devrait s'inverser bientôt, la décélération du sous-indice devrait se faire de manière très lente en raison de la rigidité à la baisse des prix de ces biens et services. Plusieurs facteurs devraient empêcher une baisse en deçà des 2 %. L'inflation des biens industriels non-énergétiques s'est en effet récemment accélérée, un mouvement relativement surprenant au vu de l'environnement conjoncturel fragile et de l'inflation importée. Les retombées des adaptations de prix de certains services intensifs en main d'œuvre à la hausse automatique des salaires du mois d'août devraient se faire sentir jusqu'au moins au troisième trimestre 2004 en raison de la persistance des ajustements. L'inflation des services devrait ainsi tourner autour des 3 % jusqu'en juin 2004 pour ensuite baisser autour des 2,5 % au troisième trimestre et davantage par après. Un autre facteur inflationniste seraient les hausses des prix des cigarettes. Tout comme pour l'essence, du fait d'un poids relativement plus important dans l'IPCH, les mesures fiscales sur le tabac auront un impact relativement plus prononcé sur l'IPCH que sur l'IPCN.

Globalement, l'inflation nationale, qui était temporairement tombée à 1,7 % en octobre devrait passer aux alentours de 2 % en novembre et décembre. Du début de l'année prochaine vers le mois d'août 2004, l'IPCN fluctuerait alors dans une fourchette comprise entre 1,8 % et 2 % pour baisser davantage en fin d'année, lorsque les incidences de l'indexation automatique des salaires sur les prix des services se seront dissipées. Notre conclusion, déjà reprise dans le précédent Bulletin, selon laquelle 2004 ne verrait pas l'échéance d'une indexation automatique des salaires demeure aussi intacte.

Tableau 5 Prévisions d'inflation (en taux de variation annuel)

	2002	2003	2004	2003-2 ^e sem	2004-1 ^{er} sem	2004-2 ^e sem
IPCN	2,1	2,1	1,7	1,9	1,8	1,5
IPCH	2,1	2,5	2,1	2,1	1,9	2,3
IPCH énergie	-3,7	1,1	0,3	-1,7	-1,5	2,1
IPCH ex énergie	2,9	2,6	2,3	2,5	2,4	2,3

Source: BCL

En conclusion, les projections d'inflation n'ont guère été modifiées depuis notre publication précédente, les hypothèses relatives au prix du pétrole en euros demeurant quasiment inchangées. La détérioration des projections pour l'inflation excluant l'énergie se trouve contrebalancée par une implémentation légèrement différente de la mesure fiscale sur l'essence. Dans cet exercice, la mesure est étalée sur l'année 2004 alors que dans l'exercice précédent, nous avons tenu compte d'un impact plein dès janvier 2004.

Analyse des risques

Les projections d'inflation sont entachées d'un degré d'incertitude qui est, entre autres, fonction des hypothèses adoptées. Alors que les hypothèses sur le prix du pétrole de cet exercice sont restées quasiment inchangées par rapport à l'exercice précédent, tel a rarement été le cas par le passé. L'évolution effective du prix du pétrole a en effet souvent été sous-estimée par les marchés à terme engendrant une adaptation des projections pour le sous-indice énergie. Le fait que les prix des

contrats à terme ont mal anticipé l'évolution actuelle des cours du Brent semble témoigner de nombreux imprévus qui ont influé sur le prix de cette matière première. Cependant, l'euro s'est graduellement apprécié depuis la mi-2001 par rapport au dollar, ce qui a limité les effets de la sous-estimation du prix du pétrole.

Des scénarios alternatifs à notre prévision centrale permettent de juger de la sensibilité de nos résultats aux hypothèses internationales. La projection de l'inflation a été recalculée sur base des hypothèses d'un prix du pétrole s'établissant dans le bas, respectivement le haut de la fourchette de prix visée par l'OPEP. De même, la sensibilité des résultats au taux de change a été testée. Selon nos simulations, toutes choses égales par ailleurs, un prix du pétrole constant à 28 \$/bl entraînerait une révision à la hausse de nos projections centrales de l'IPC_N et de l'IPC_H de respectivement 0,1 et 0,2 pp. Si simultanément l'euro allait se déprécier à 1,1\$/€, la révision serait portée à 0,2 pp pour l'IPC_N, respectivement 0,4 pp pour l'IPC_H.

Tableau 6 *Projections selon des scénarios alternatifs (impact en points de pourcentage, par rapport au scénario de base)*

	IPC _N 2004	IPC _H 2004
Pétrole brut constant à 28 \$/bl	0,1	0,2
Pétrole brut constant à 22 \$/bl	-0,2	-0,4
\$/€ constant à 1,1	0,1	0,2
\$/€ constant à 1,25	-0,1	-0,2

Source: BCL

Comparaison des projections

La Commission Européenne vient de publier des prévisions macro-économiques pour les pays de l'Union Européenne et les pays en voie d'adhésion. L'Euro-système s'est limité pour sa part à des projections pour la zone euro. En ce qui est de l'inflation, les faits saillants sont des projections de la Commission

européenne pour le Luxembourg similaires à celles de la BCL, les seules divergences, pour 2003 essentiellement, provenant vraisemblablement de la prise en compte de données plus récentes par la BCL. Le différentiel d'inflation¹² avec les pays voisins, en défaveur du Luxembourg depuis 2000, se serait creusé davantage en 2003. Cet écart demeurerait également en défaveur du Luxembourg en 2004.

¹² A cet effet on compare la projection de la BCL pour l'IPC_N du Luxembourg avec les projections de la Commission européenne pour l'IPC_H des pays voisins.

Tableau 7 Prévisions d'inflation de l'Eurosystème et de la Commission européenne (IPCH, en taux de variation annuel)

	2002	2003	2004
Zone euro (Eurosystème)	2,3	2,0-2,2	1,3-2,3
Zone euro (CE)	2,3	2,1	2,0
Pays limitrophes (CE) ¹³	1,6	1,5	1,5
Luxembourg (CE)	2,1	2,2	2,0

Source: Commission européenne, Eurosystème

1.2.1.2 Prix à la production industrielle

La tendance favorable des prix à la production industrielle qui perdurait depuis plus d'un an s'est inversée au troisième trimestre 2003. Les prix ont en effet enregistré une baisse de 0,5 % par rapport au trimestre précédent. Cette évolution est en revanche largement imputable aux prix des biens intermédiaires, les biens d'équipement et les biens de consommation affichant encore des progressions de leurs prix lors de cette période. La situation se compare défavorablement à celle de la zone euro où les prix seraient restés globalement stables lors de cette période.

Tableau 8 Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

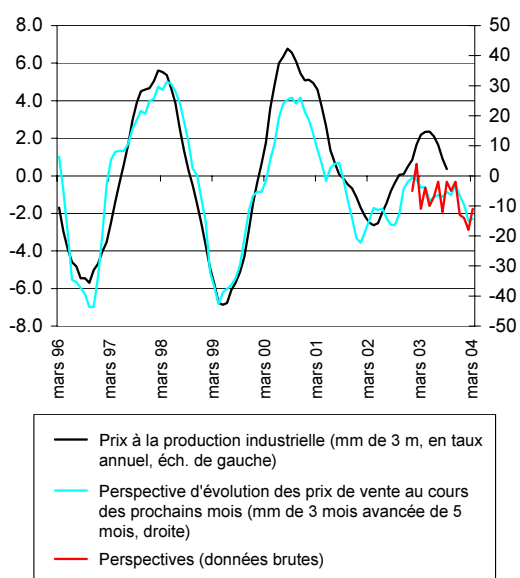
	2001	2002	2002-T3	2002-T4	2003-T1	2003-T2	2003-T3
Ensemble des produits industriels	1,1	-1,1	1,2	0,0	0,6	0,3	-0,5
Biens intermédiaires	0,4	-2,1	1,5	-0,2	0,5	0,2	-0,8
Biens d'équipement	1,8	1,1	0,5	0,0	0,9	0,3	0,1
Biens de consommation	3,6	1,4	0,9	0,6	0,7	0,3	0,5

Source: STATEC, BCL

Plusieurs facteurs sont susceptibles d'avoir influé sur le développement des prix. D'une part, le prix du pétrole en dollar est passé de 26,1\$/bl au deuxième trimestre à 28,4\$/bl au troisième trimestre, une hausse qui s'est faite parallèlement à un léger repli de l'euro par rapport au dollar. En somme, le prix du pétrole en euros a augmenté de presque 10 % lors de la période sous revue, ce qui aurait a priori engendré une hausse des prix des biens intermédiaires. Or, on observe une contraction, qui, toutes choses égales par ailleurs, va de pair avec un abaissement de la marge de profit. D'autre part, il se peut aussi que l'environnement conjoncturel du deuxième trimestre et le recul de la production en volume aient amené les entreprises à réduire leurs prix afin de relancer les ventes.

Graphique 18

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée¹⁴



Source: Eurostat, BCL

¹³ Moyenne pondérée des trois pays voisins. Les poids ont été choisis en fonction de l'importance du pays dans les exportations du Luxembourg. Voir aussi BCL, Rapport annuel 2002, pp 28-30.

¹⁴ 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).

L'évolution récente des prix se situe légèrement au-dessus des attentes formulées par les chefs d'entreprises dans le cadre des enquêtes de conjoncture harmonisées. Selon ces dernières, les prix auraient plutôt tendance à se stabiliser, voire à baisser (en termes de variation annuelle), au cours des prochains mois.

1.2.2 Comptabilité nationale

Selon les récentes données statistiques révisées de la comptabilité nationale de l'économie luxembourgeoise telles qu'évaluées par le STATEC, le taux de croissance annuel du PIB réel est désormais estimé à 1,3 % en 2002 au lieu des 1,1 % annoncés antérieurement. Cette révision à la hausse est essentiellement due à la contribution plus favorable que prévue des exportations nettes. Cependant, en dépit de ces révisions par rapport aux chiffres provisoires qui ont été publiés au printemps, la croissance annuelle du PIB réel en 2002 est demeurée modeste. Ces corrections affectant la comptabilité nationale correspondent à l'évolution de la disponibilité des données de base utilisées pour compiler les comptes nationaux.

Plus en détail, toutes les composantes de la demande intérieure, à savoir la dépense de consommation finale

des ménages et des ISBLM, la demande publique et la formation brute de capital, ont été révisées à la baisse, atteignant désormais une croissance annuelle de 2,3 %, 4,2 % et de -8,7 % resp. contre 2,9 %, 5,3 % et -8,4 % respectivement avant la révision.

Comme souligné précédemment, la modification la plus importante des comptes nationaux concerne les exportations nettes. Selon les nouvelles données disponibles, les exportations de biens et de services ne baisseraient plus que de 0,3 % en 2002 contre une chute de 0,5 % auparavant. Quant aux importations, leur taux de croissance est passé de -1,3 % avant révision à -1,6 actuellement.

Les grandeurs concernant l'emploi et la rémunération des salariés ont subi des révisions d'une ampleur nettement moindre. Ceci est dû à la plus grande fiabilité des sources utilisées pour établir ces séries. Ainsi, la croissance de l'emploi salarié s'établit à 3,3 % pour 2002, en décélération par rapport à 2001. La révision à la hausse de la croissance de la rémunération des salariés (désormais estimée à 3,1 % contre 3,0 % avant la révision) a induit une augmentation similaire de la croissance annuelle des coûts salariaux unitaires en 2002 (5,0 % avant la révision à 5,1 % après révision).

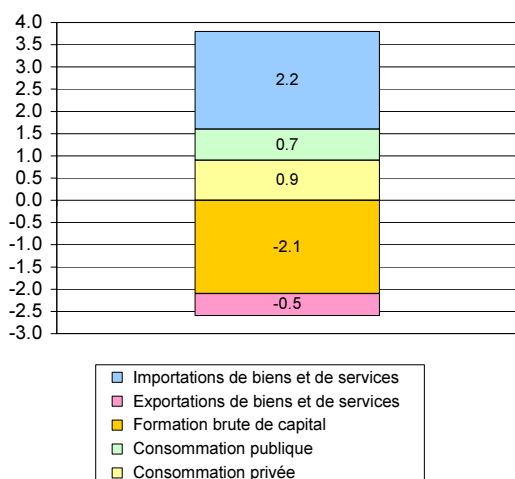
Tableau 9 Evolutions des principaux agrégats macroéconomiques (taux de variation annuels)

	Taux de variation annuels		Variations par rapport aux données provisoires de mai		Contributions à la croissance réelle du PIB	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Consommation privée	4,5	2,3	0,0	-0,6	1,2	0,9
Consommation publique	7,0	4,2	0,5	-1,1	0,9	0,7
Formation brute de capital	2,4	-8,7	1,4	-0,2	-1,9	-2,1
Demande intérieure	4,4	-0,5	0,5	-0,7	0,2	-0,4
Exportations de biens et de services	2,6	-0,3	-0,8	0,2	-0,7	-0,5
Importations de biens et de services	4,8	-1,6	-0,6	-0,3	1,7	2,2
Exportations nettes	-10,8	9,7	-2,6	4,8	0,9	1,7
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT	1,2	1,3	0,0	0,1	1,1	1,3
Déflateur du PIB	2,2	0,6	-0,2	0,5		
Emploi salarié	6,0	3,3	0,0	0,0		
Rémunération des salariés	3,7	3,1	-0,3	0,1		
Productivité du travail	-4,2	-1,8	0,0	0,1		
Coût unitaire du travail	8,2	5,1	-0,3	0,0		
Marge de profit	-6,0	-4,5	0,0	0,5		

Source: STATEC

Graphique 19

Contribution des différents agrégats à la croissance du PIB réel (en points de pourcentage, arrondis au dixième près)



Source: STATEC

1.2.3 Industrie

L'activité économique dans l'industrie s'est caractérisée par une évolution très volatile à travers l'année 2003. Alors que la production, ajustée pour les variations saisonnières, s'inscrivait encore en hausse de 2,3 % au premier trimestre par rapport au trimestre précédent, elle avait chuté de 1,4 % au second, pour rebondir au troisième trimestre. Selon les données publiées par Eurostat, la progression se chiffrerait de l'ordre de 2,7 %. Les données brutes publiées par le STATEC, et disponibles jusqu'en août, confèrent également l'image d'une conjoncture qui s'est améliorée récemment et qui demeure en moyenne plus favorable que dans la zone euro.

Tableau 10 Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuel)

	2001	2002	8m-03	T3-02	T4-02	T1-03	T2-03	jui-03	août-03
Production	3,1	0,4	2,4	-0,3	1,8	4,1	-1,3	4,0	9,5
Chiffre d'affaires	3,4	-1,0	5,2	2,3	2,6	7,5	4,5	5,1	-0,9
Nombre de salariés	0,6	-1,6	-1,6	-1,8	-1,7	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4
Heures travaillées	-1,0	-3,1	-0,9	-3,4	-1,2	-1,3	-1,3	0,3	0,4
Coût salarial	4,5	0,5	0,5	-0,6	1,3	0,6	-0,2	0,3	2,6
Commandes nouvelles	-2,2	1,6	5,7	7,8	7,7	13,1	3,1	4,4	-8,4

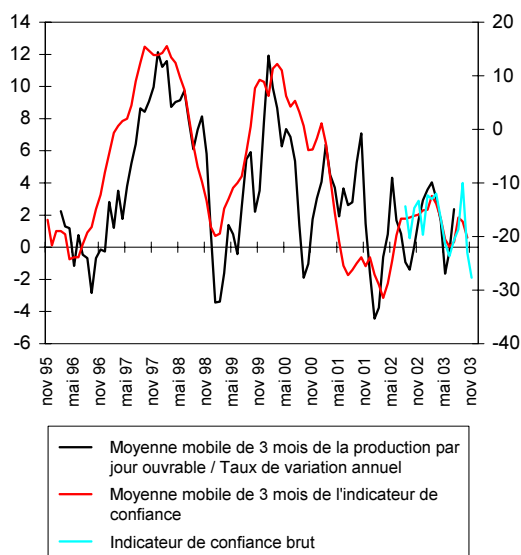
Source: STATEC

Ces observations, basées sur une production réelle, semblent donc confirmer l'analyse des enquêtes de conjoncture récentes, qui, elles basées sur des opinions des chefs d'entreprises, avaient déjà laissé entrevoir ce redressement de l'activité économique. L'indicateur de confiance, qui suit un profil similaire à la production industrielle en variation annuelle, avait en effet connu un renversement de sa tendance baissière en juillet et

avait affiché des hausses successives en août et septembre. Le regain d'optimisme des chefs d'entreprises avait été particulièrement prononcé en septembre et l'indicateur avait même atteint son niveau le plus élevé depuis mars 2001. En octobre et en novembre en revanche, le renversement a été brutal et l'indicateur a connu deux chutes qui sont de mauvais augure pour le quatrième trimestre 2003.

Graphique 20

Indicateur de confiance et production industrielle¹⁵

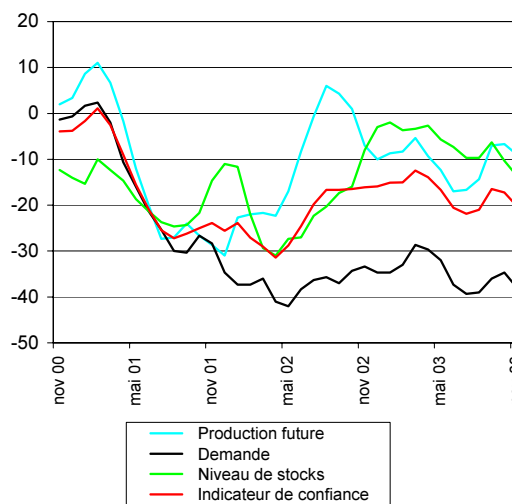


Source: STATEC, calculs BCL

Généralement, l'amélioration du climat des affaires, confirmée par une hausse de la production industrielle, est interprétée comme un premier signe tangible de la reprise. Sur base d'informations similaires, l'on s'accorde aussi sur un scénario d'embellie conjoncturelle dans la zone euro. Pour ce qui concerne le Luxembourg, il serait vraisemblablement erroné de se concentrer sur les statistiques d'un seul mois pour en tirer des conclusions finales. L'analyse distincte des composantes de l'indicateur de confiance semble cependant indiquer que les fluctuations récentes sont essentiellement dues à l'évaluation des stocks et des perspectives de croissance future. Le carnet de commandes total demeure par contre pratiquement inchangé et à un niveau très bas. Bien qu'une amélioration de la conjoncture au troisième trimestre semble acquise, la dichotomie entre le jugement sur la demande et la production future semble indiquer que le rebond conjoncturel reposerait sur des bases encore fragiles. De surcroît, l'accélération de la demande internationale serait le déterminant-clé quant à la poursuite éventuelle de la reprise économique ainsi que de sa soutenabilité à moyen terme.

Graphique 21

Composantes de l'indicateur de confiance (moyenne mobile de trois mois)



Source: STATEC, calculs BCL

1.2.4 Construction

L'activité économique dans le secteur de la construction est déterminée davantage par des facteurs qui ne sont pas le reflet direct du cycle conjoncturel du moment. Le cycle conjoncturel exerce cependant un impact retardé en raison des longs délais allant de l'autorisation à l'achèvement des travaux.

En général, le secteur de la construction a probablement atteint un sommet en termes d'activité économique lors des deux années précédentes. D'une part, les travaux publics se font plus rares à la suite des importants chantiers qui s'achèvent et qui ne sont pas reconduits dans un ordre de grandeur similaire. D'autre part, le bâtiment se porte également moins bien en 2003, la production par jour ouvrable affichant un recul de 10,5 % lors des huit premiers mois par rapport à la même période de l'année précédente. Les enquêtes de conjoncture semblent en accord avec les données réelles, en indiquant un recul de la demande telle qu'exprimée par la durée d'activité assurée. Celle-ci ne serait plus que de 3,3 mois en novembre contre 3,9 mois en novembre 2002.

¹⁵ Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance

Tableau 11 Production par jour ouvrable dans la construction et autres indicateurs (en taux de variation annuel, sauf pour taux hypothécaires)

	2001	2002	T2-02	T3-02	T4-02	T1-03	T2-03	T3-03	juil-03	août-03
Ensemble	4,4	4,2	10,7	-3,6	-0,4	-6,0	-6,4		1,3	14,6
Génie civil	-4,0	4,8	10,4	-5,8	1,5	-0,1	0,9		10,9	15,5
Bâtiment	13,0	3,7	11,0	-1,5	-2,2	-12,5	-12,7		-6,8	13,7
Permis de bâtir ¹⁶	-10	-2,7	19,9	-55,8	23,3	24,6	-31,7	117,7		
Crédits au logement ¹⁷	13,7	21,1	23,8	24,2	18,4	14,1	11,5	27,7		
Taux hypothécaires ¹⁸	5,4	4,4	4,3	4,5	4,4	4,1	3,8	3,8	3,76	3,75

Source: STATEC, BCL, Calculs BCL

Deux tendances distinctes se profilent pour l'activité économique future dans la branche du bâtiment. Les statistiques à court terme relatives au bâtiment résidentiel sont en général très positives. Les autorisations de bâtir ont notamment connu une importante hausse depuis quelques trimestres, favorisées à la fois par la volonté du gouvernement à corriger le déséquilibre entre l'offre et la demande de logements et les taux hypothécaires qui sont en baisse. De surcroît, les crédits au logement progressent régulièrement, traduisant à la fois un effet volume et un effet prix. Alors qu'il est difficile de cerner ces deux impacts en raison d'un manque de statistiques récentes relatives aux prix immobiliers, des informations anecdotiques ne laisseraient guère entrevoir une stabilisation, voire une baisse des prix des bâtiments résidentiels. Avec une population croissante, une augmentation significative de l'offre de logements serait en fait nécessaire afin d'empêcher une aggravation du déséquilibre sur le marché immobilier. Pour ce qui est du bâtiment non-résidentiel par contre, l'avenir semble moins prometteur.

L'expansion des crédits pour ce secteur, y inclus le secteur communal, est moins dynamique. L'effet-prix importe probablement moins que dans le résidentiel, mais les autorisations de bâtir pour les bâtiments non résidentiels sont également en baisse depuis plusieurs trimestres. Ceci pourrait être la résultante de plusieurs phénomènes, en l'occurrence d'une vigilance accrue en matière de dépenses des autorités communales et d'un impact de la conjoncture sur l'immobilier non-résidentiel. Selon des informations officielles, le taux de vacance des bureaux, en général encore faible, s'afficherait en hausse depuis plusieurs trimestres et se serait déjà matérialisé dans une pression baissière sur les loyers. En particulier, la demande émanant du secteur financier aurait fortement ralenti au courant des années 2002 et 2003. Avec un emploi dans ce secteur qui s'inscrit en baisse, un besoin imminent de bureaux ne se ferait pas ressentir. Par contre, ce comportement d'une demande en déclin devrait être partiellement compensé par le besoin de bureaux provenant du secteur public et des institutions européennes.

1.2.5 Commerce et autres secteurs

Tableau 12 Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures (en taux de variation annuel)

	2001	2002	T3-02	T4-02	T1-03	T2-03	juil-03
Commerce de détail	6,3	11,1	8,6	12,8	6,7	4,7	8,3
Commerce et réparation automobile	5,2	8,0	8,4	9,1	12,5	9,9	
Commerce de gros	1,9	-0,4	-2,3	5,1	9,5	9,6	7,4
Hôtels et restaurants	2,6	3,2	4,4	1,6	-6,7	-6,2	-11,5
Immatriculations de voitures	2,0	1,2	-3,1	-3,8	2,1	-3,5	

Source: STATEC

¹⁶ Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles)

¹⁷ Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs)

¹⁸ Rupture de série à partir du début de 2003

La situation favorable en 2002 dans le commerce semble se prolonger durant l'année en cours. Lors du premier semestre, une hausse confortable pour le chiffre d'affaires dans les trois branches du commerce a pu être recensée. Cette croissance repose également sur une base large, puisque pratiquement tous les segments des différentes branches enregistrent une progression de leurs ventes en 2003. La tendance pour les immatriculations de voitures des neuf premiers mois permet d'augurer un niveau d'immatriculations globalement inchangées en 2003 par rapport à 2002. Pour ce qui est des composantes domestiques du commerce, la consommation des ménages au Luxembourg est soutenue par une progression des salaires nominaux, aussi bien au travers de la protection automatique des salaires contre l'érosion du pouvoir d'achat qu'au travers d'une progression des salaires réels.

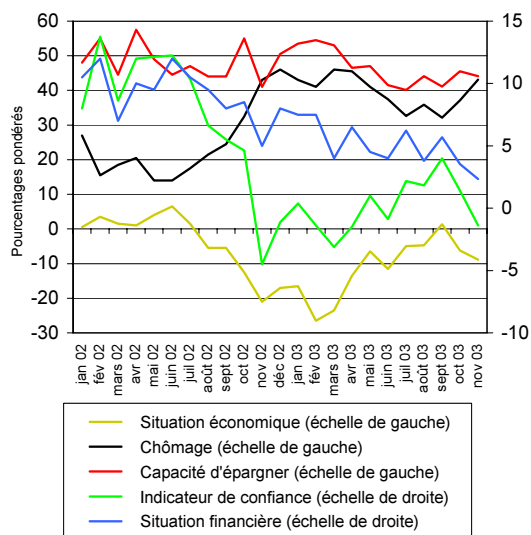
Par contre, l'hôtellerie et les restaurants semblent souffrir d'un recul de la clientèle tel qu'en témoigne une baisse annuelle de leur chiffre d'affaires. Les mauvaises conditions météorologiques du début d'année, les répercussions de la situation économique générale sur les voyages d'affaires, l'impact des tensions géopolitiques sur le comportement des touristes ainsi que les retombées de la conjoncture sur le revenu disponible des voyageurs peuvent expliquer cette évolution.

1.2.6 Enquête de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la BCL, après avoir progressé au cours de la période allant de juillet à septembre, a changé de tendance pour reculer à -1 en novembre. Ainsi, l'indicateur reste supérieur à sa valeur minimale de -5 observée en novembre 2002 mais également inférieur à son point culminant de 14 observé en février 2002. Cette récente tendance à la baisse s'explique essentiellement par l'orientation fortement négative de deux composantes de l'indicateur de confiance, à savoir les anticipations sur douze mois relatives au chômage d'une part et à la situation économique générale d'autre part. Les anticipations relatives à la situation financière des ménages ont également contribué, bien que de manière moins prononcée, au recul de l'indicateur de confiance. Par contre, la perception de l'évolution attendue de la capacité à épargner est la seule composante qui reflète un regain d'optimisme entre septembre et novembre.

Graphique 22

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes



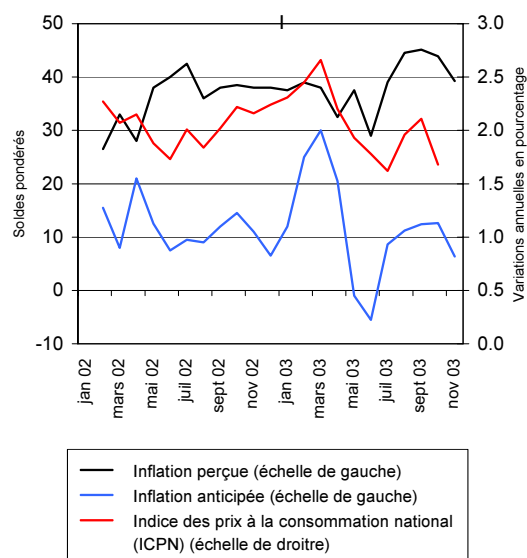
Source: BCL

En ce qui concerne les questions mensuelles qui n'entrent pas dans le calcul de l'indicateur de confiance, on note surtout que les perceptions des consommateurs sur les douze derniers mois sont devenues plus pessimistes depuis septembre au sujet de la situation financière des ménages et de la situation économique générale.

S'agissant des prix à la consommation, on note une amélioration des perceptions sur les douze derniers mois en octobre et novembre. Cette tendance des perceptions est conforme à l'évolution observée entre septembre et octobre au niveau de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation national. Les consommateurs sont également devenus plus optimistes en novembre en ce qui concerne l'inflation anticipée, après trois mois consécutifs caractérisés par un regain de pessimisme en cette matière.

Graphique 23

Inflation perçue, anticipée et observée



Source: STATEC et BCL

Concernant les questions trimestrielles, on observe que le solde pondéré des consommateurs qui ont l'intention d'acheter une automobile a fortement augmenté, passant de -64 en juillet à -28 en octobre. Par contre, les intentions d'acheter un logement ou encore d'effectuer des dépenses d'installations importantes pour le logement au cours des 12 prochains mois ont été assez stables.

1.2.7 Marché du travail

1.2.7.1 Emploi

Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance annuelle de l'emploi a amorcé une décélération graduelle en juillet 2001 qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2002, suivant ainsi avec retard la détérioration de l'activité économique. Au cours des dix premiers mois de 2003, les premiers chiffres définitifs ainsi que les dernières estimations disponibles indiquent que le rythme de croissance annuel de l'emploi total intérieur semble se stabiliser autour de 2,0%, chiffre atteint en octobre 2003, pour aboutir à un emploi de 295 192 personnes (après 2,6 % et 289 535 personnes douze mois plus tôt).

L'économie a donc continué à créer des emplois tout au long des dix premiers mois de l'année en cours bien que leur nombre (5 743 emplois en moyenne chaque mois) soit tombé de moitié par rapport à celui de l'année précédente (9 159 emplois). Selon les premiers chiffres définitifs disponibles jusqu'en juin 2003¹⁹, cette «résistance» de la croissance annuelle de l'emploi trouve principalement son origine dans les secteurs: «Immobilier, location et services aux entreprises», «Santé et action sociale», «Construction» et «Transports et communications». Au regard des problèmes de comptabilisation des salariés, apparus ces dernières années en particulier au sein des secteurs des «Transports et communications», de la «Construction» et des «Services aux entreprises» causés par la difficulté de mesurer les délais de détachement des employés envoyés en mission à l'étranger notamment, il se pourrait que des emplois «virtuels» soient comptabilisés dans les statistiques de l'emploi. Dès lors, ce biais statistique pourrait expliquer en partie la résilience de la croissance de l'emploi ainsi observée.

Les non-résidents, dont le nombre total s'élevait à 109 119 personnes en octobre 2003 (après 105 057 personnes en octobre 2002), continuent d'occuper la grande majorité de ces emplois créés. Leur poids dans les nouveaux emplois et dans l'emploi total au cours des dix premiers mois de l'année 2003 n'a cessé de croître: ils représentaient respectivement 67,9 % des nouveaux emplois et 36,6 % de l'emploi total au cours des dix premiers mois de 2003 (après respectivement 64,2 % et 36,0 % l'année précédente à la même période). La contrepartie de cette évolution à la hausse de la part des frontaliers est forcément le recul de la part des résidents dans les créations d'emplois, ainsi que le chômage qui augmente durant cette période. L'emploi national s'élève désormais à 194 476 personnes en octobre 2003 (après 192 881 personnes douze mois plus tôt). Ceci met donc clairement en lumière une meilleure «résistance» des frontaliers dans un contexte de conjoncture morose. Une explication de ce phénomène pourrait résulter d'une inadéquation entre l'offre et la demande de travail en termes de qualification et une différence en matière d'exigences salariales, puisque le salaire de réserve des non-résidents est sans doute plus faible que celui des résidents, en raison du montant significativement plus élevé du salaire social minimum luxembourgeois comparativement aux salaires minimums belge et français en particulier.

¹⁹ Source: IGSS

L'emploi salarié et l'emploi indépendant ont oscillé autour d'un rythme de croissance annuelle de respectivement 2,0 % et 1,7 % tout au long de la période sous revue, atteignant un niveau de respectivement 277 895 salariés et 17 297 travailleurs indépendants en octobre 2003 (après 272 502 salariés et 17 033 indépendants douze mois plus tôt). Les perspectives d'évo-

lution de ces agrégats demeurent moroses: au regard de la «thésaurisation» de main d'œuvre observée depuis plusieurs mois dans certains secteurs et dans un contexte d'atonie conjoncturelle qui ne devrait s'embellir que de manière graduelle, les mois à venir pourraient au mieux être le théâtre d'une stabilisation de la création d'emplois.

Tableau 13 Croissance annuelle (en %) de l'emploi et taux de chômage

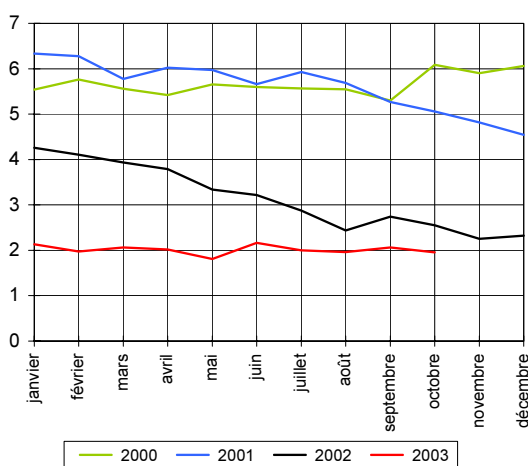
	Emploi salarié intérieur	Indépendants	Emploi total intérieur	Frontaliers entrants	Emploi national	Population active	Taux de chômage
2000	6,1	0,3	5,7	11,5	2,9	2,6	2,6%
2001	6,0	-0,1	5,6	11,5	2,6	2,5	2,6%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,6	2,1	3,0%
2003T1	2,1	1,5	2,1	3,9	1,0	1,9	3,7%
2003T2	2,0	1,6	2,0	3,7	1,0	1,9	3,6%
2003T3	2,0	1,9	2,0	3,8	1,0	1,8	3,7%
oct-03 *	2,0	1,5	2,0	3,9	0,8	1,7	4,0%

Source: IGSS, STATEC, Calculs BCL

* Estimation

Graphique 24

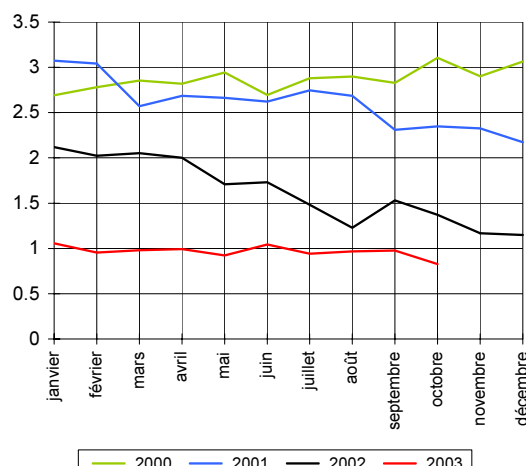
Variation annuelle de l'emploi total intérieur (taux de croissance en %)



Source: IGSS, STATEC

Graphique 25

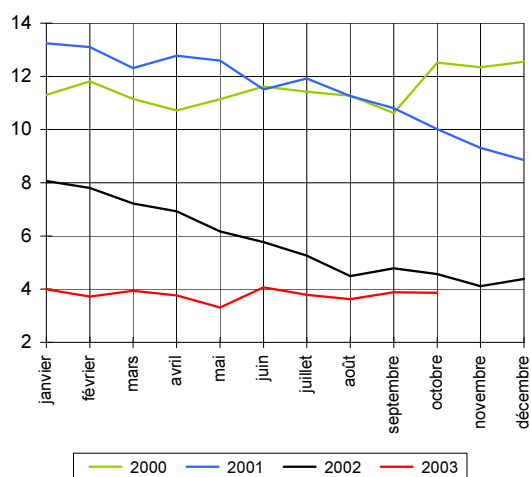
Variation annuelle de l'emploi national (taux de croissance en %)



Source: IGSS, STATEC

Graphique 26

Variation annuelle de l'emploi frontalier (taux de croissance en %)



Source: IGSS, STATEC

1.2.7.2 Chômage

L'assombrissement de la conjoncture qui perdure depuis 2001 continue de produire son impact négatif sur le taux de chômage, de sorte que toutes les valeurs mensuelles observées au cours des dix premiers mois de cette année ont été supérieures aux valeurs respectives observées l'année précédente. Le taux de chômage au sens «strict» a atteint 4,0 % en octobre 2003 soit 8 204 personnes, après 3,2 % soit 6 455 personnes douze mois plus tôt.

Plus en détail, ce sont les hommes qui continuent d'être majoritairement touchés par le chômage, représentant en moyenne 54,4 % des personnes au chômage. La ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âges révèle que le nombre de chômeurs a augmenté dans toutes les catégories d'âge. Cependant, les personnes âgées de 26 à 30 ans sont les plus touchées par cette escalade du chômage, les chômeurs appartenant à cette catégorie d'âge ayant significativement augmenté au cours des dix premiers mois de cette année et représentent désormais près d'un chômeur sur six. Sur le front de la durée du chômage, on observe aussi depuis le début de cette année une tendance généralisée à l'augmentation du nombre des inscriptions dans toutes les catégories de chômage. La hausse annuelle très significative de la part des chômeurs inscrits entre

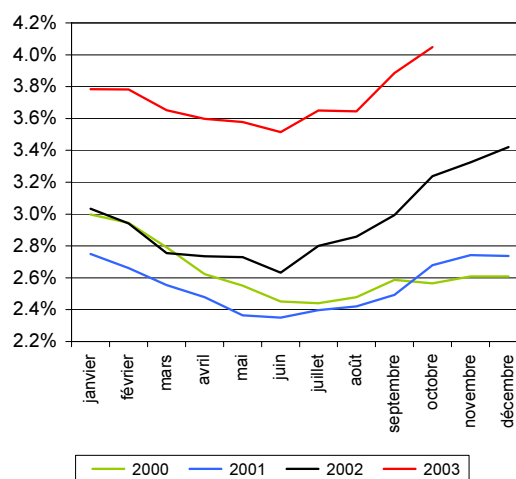
3 et 12 mois, enregistrée au cours des dix premiers mois, témoigne d'un allongement de la durée moyenne du chômage. Ceci met en lumière l'émergence d'une certaine «persistance» du chômage qui, si elle se prolonge, risque de réduire l'«employabilité» des chômeurs concernés et de déboucher ainsi respectivement de renforcer le phénomène bien connu d'hystérésis.

Le taux de chômage «large» qui englobe les chômeurs occupés dans une mesure de mise au travail ou de formation s'élève à 5,5 % en octobre 2003, soit 11 205 personnes, alors qu'il n'atteignait que 4,6 % soit 9 128 personnes douze mois auparavant. Cette hausse substantielle du taux de chômage «large» s'explique à la fois par l'accroissement de la composante «stricte» de ce taux de chômage et de celle du nombre de mesures spéciales pour l'emploi. De fait, en octobre 2003, 3 001 personnes bénéficiaient de ces mesures, ce qui correspond à une hausse de 328 personnes par rapport à octobre 2002 (soit une augmentation de 12,3 % en glissement annuel).

Dans une optique prospective, même si la reprise de l'activité économique se confirme dans les mois à venir, le chômage risque de poursuivre son escalade au cours du dernier trimestre de 2003 et au-delà, en raison de la réaction différée du marché de l'emploi vis-à-vis de l'évolution de la conjoncture.

Graphique 27

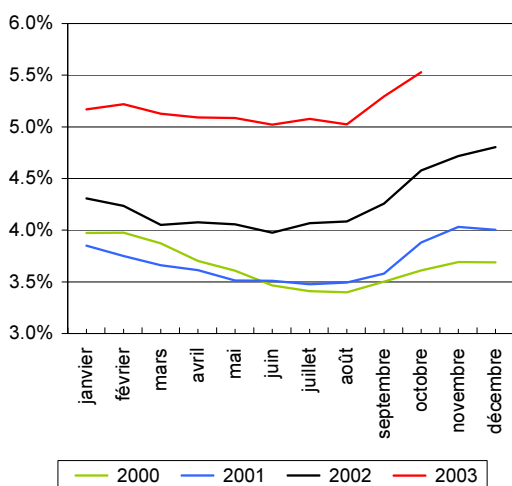
Evolution du taux de chômage au sens «strict»



Source: ADEM, IGSS, STATEC

Graphique 28

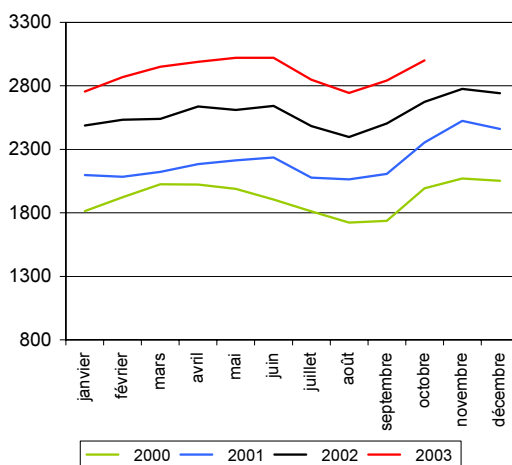
Evolution du taux de chômage au sens «large»



Source: ADEM, IGSS, STATEC

Graphique 29

Nombre des mesures spéciales pour l'emploi



Source: ADEM, IGSS, STATEC

1.2.7.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données définitives fournies par l'IGSS, le coût salarial moyen par mois et par personne a progressé de 2,6 % en variation annuelle au cours du deuxième trimestre 2003. Cette évolution s'inscrit dans une tendance à la décélération de la croissance du coût salarial entamée depuis le dernier trimestre 2002. Au regard de ce fléchissement, l'augmentation de 3,5 % du salaire social minimum au 1^{er} janvier 2003 n'aurait pas eu d'impact notable à la hausse sur cet indicateur de coût. Ceci pourrait en grande partie s'expliquer par le fait que cette augmentation ne concerne qu'une fraction restreinte de la masse salariale. Néanmoins, ce ralentissement risque d'être interrompu par l'entrée en vigueur le 1^{er} août 2003 d'une nouvelle cote d'application de l'échelle mobile des salaires. La dernière adaptation de 2,5 % remonte au 1^{er} juin 2002 alors que la prochaine n'est prévue que pour l'année 2005.

A noter que la croissance annuelle du coût salarial affiche un profil très différencié selon les secteurs au cours des deux premiers trimestres 2003 en raison, du moins en partie, d'une composition différenciée d'employés bénéficiant du relèvement du salaire social minimum. D'un côté, les secteurs qui enregistrent les accélérations les plus importantes en moyenne au cours du deuxième trimestre de l'année en cours sont ceux de l'«Industrie» (+3,7 % après 1,8 % au cours du trimestre précédent), de la «Construction» (2,4 % après -2,1 %), suivis des «Transports et communications» (3,8 % après 3,2 %) et de l'«Intermédiation financière» (3,0 % après 2,6 %). De l'autre côté, les secteurs qui ont vu leur croissance annuelle des coûts salariaux se ralentir sont ceux de l'«Immobilier, location, services fournis aux entreprises» (0,2 % au deuxième trimestre contre 3,3 % au premier trimestre), les «Autres services» (3,8 % au deuxième trimestre contre 5,0 % au premier trimestre) et l'«Energie et eau» (5,3 % au deuxième trimestre contre 6,3 % au premier trimestre).

Tableau 14 Décomposition de la croissance du coût salarial moyen par mois et par personne

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 (Prévisions)	2,1	0,6	2,7
Trimestres	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
2002 T1	2,5	1,2	3,7
2002 T2	0,8	0,9	1,7
2002 T3	2,5	0,8	3,3
2002 T4	2,5	1,0	3,5
2003 T1	2,5	0,5	3,0
2003 T2	1,7	1,0	2,6

Source: IGSS et projections BCL

1.2.8 Le secteur financier

1.2.8.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

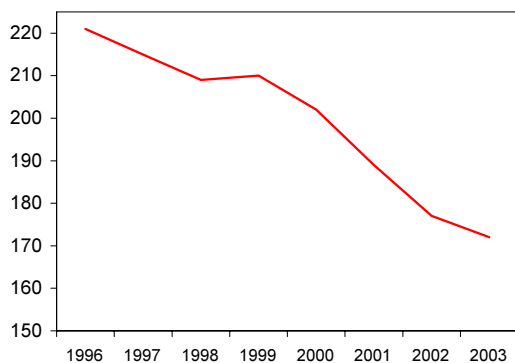
A l'instar de l'évolution observée au cours des trois dernières années, le nombre d'établissements de crédit a poursuivi son mouvement de repli au cours des trois derniers mois pour atteindre 172 unités au 26 novembre 2003, soit une réduction nette de 8 unités par rapport à la même date de l'année précédente. Le rythme de contraction s'est donc à nouveau accéléré et les regroupements déjà annoncés actuellement pour les deux derniers mois de l'année devraient amener le nombre total des établissements à 170 unités, voire même sous les 170 unités, en fin d'année.

De plus, certains regroupements qui se concrétisent actuellement au niveau des maisons-mères des banques luxembourgeoises (c'est en particulier le cas du Crédit Agricole Indosuez et du Crédit Lyonnais), notamment en raison de la concurrence accrue au niveau européen, ne resteront certainement pas sans conséquences sur les entités luxembourgeoises.

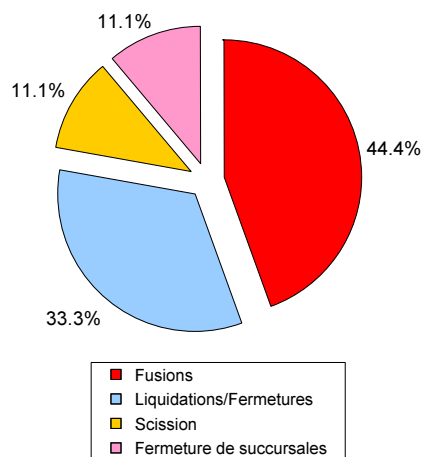
D'une part, ces regroupements impliquent inévitablement une «sur-représentation» de certains groupes au Luxembourg, en raison de la fusion des maisons-mères. D'autre part, les difficultés vécues par certains groupes entraînent des mesures de réduction des frais au niveau de l'ensemble du groupe avec des implications inévitables pour les entités luxembourgeoises.

Graphique 30

Evolution du nombre de banques* et sources de cette évolution



* Au 31 décembre de chaque année, sauf pour 2003, 26 novembre.



Source: BCL

Ce mouvement de concentration dans le paysage bancaire luxembourgeois entraîne une diminution du nombre de banques d'autant plus prononcée qu'il se conjugue avec une stagnation du nombre de nouvelles implantations sur ces 2 dernières années. Ainsi, depuis janvier 2003, la cessation d'activité de 9 banques ne s'est trouvée atténuée que par l'ouverture de 4 nouvelles succursales.

La période allant du 1^{er} septembre au 26 novembre 2003 a vu, outre la liquidation de la Banque pour l'Europe S.A., la réalisation des deux fusions suivantes:

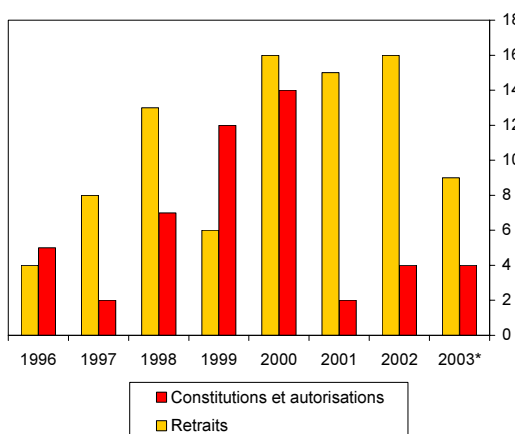
- la *Banco Bradesco Luxembourg S.A.* avec la *Banco Mercantil de São Paulo Luxembourg S.A.* le 30 septembre
- la *Banco Popolare di Verona e Novara Scrt, succursale de Luxembourg* avec la *Banco Popolare di Verona e Novara (Luxembourg) S.A.* le 31 octobre.

La diminution observée depuis le début d'année porte essentiellement sur les banques d'origine allemande, avec 5 établissements de moins depuis janvier 2003. Les banques d'origines italienne, brésilienne et néerlandaise reculent chacune d'une unité.

Cependant, les banques d'origine allemande, qui représentaient fin octobre 29,6 % du total des établissements, contre 31,4 % en début d'année, restent les plus nombreuses.

Graphique 31

Evolution des constitutions et des retraits dans le secteur des banques luxembourgeoises

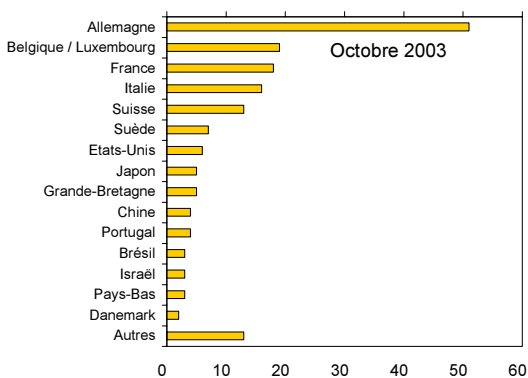


* au 26 novembre 2003

Source: BCL

Graphique 32

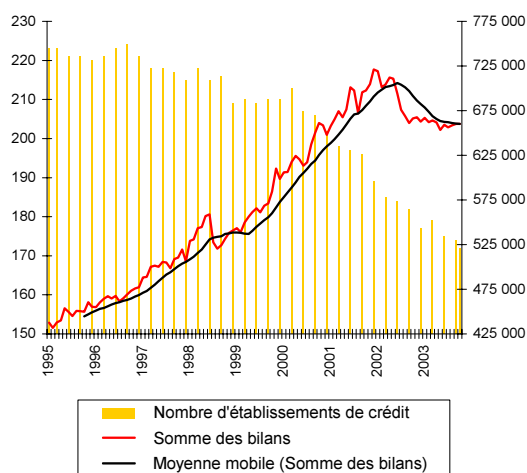
Répartition géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



Source: BCL

Graphique 33

Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1995 à octobre 2003



Source: BCL

1.2.8.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

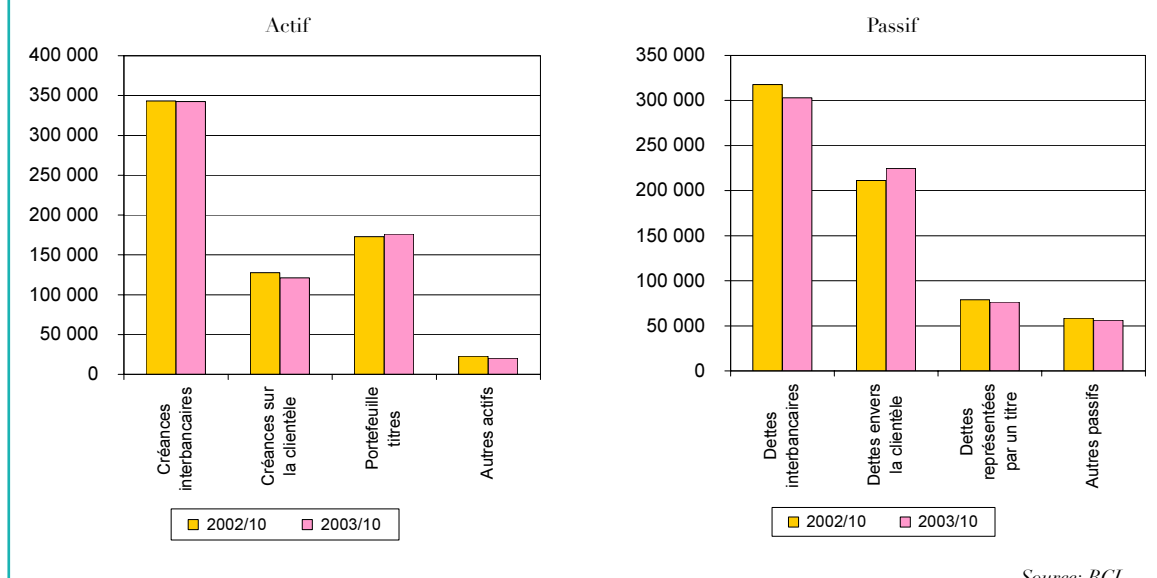
Au 31 octobre 2003, la somme des bilans des institutions financières monétaires s'est élevée à 827 376 millions d'euros contre 827 514 millions d'euros au 30 septembre 2003, soit une baisse de 0,02 %. Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire d'octobre 2002 à octobre 2003, la somme des bilans est en hausse de 6,8 %.

1.2.8.3 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

La somme des bilans des établissements de crédit, qui représente 79,8 % de la somme des bilans des institutions financières monétaires, s'élève à 660 280 millions d'euros au 31 octobre 2003, affichant ainsi une baisse de 0,9 % par rapport au 31 octobre 2002.

Graphique 34

Décomposition des principaux chiffres relatifs aux différents postes du bilan et leur évolution



Source: BCL

Tableau 15 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2003/10
	2002/10	2003/09	2003/10	2002/10 - 2003/10		2003/09 - 2003/10		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	343 303	345 382	342 524	-779	-0,2	-2 858	-0,8	51,9
Créances sur la clientèle	127 756	120 597	121 240	-6 516	-5,1	643	0,5	18,4
Portefeuille titres	172 861	174 066	176 272	3 411	2,0	2 206	1,3	26,7
Autres actifs	22 638	20 067	20 244	-2 394	-10,6	177	0,9	3,1
Total de l'actif	666 558	660 112	660 280	-6 278	-0,9	168	0,0	100,0

Source: BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

L'analyse du volume des actifs et passifs réalisé avec la clientèle domestique confirme les observations faites antérieurement, à savoir que les ménages luxembourgeois maintiennent leur demande élevée pour des crédits à la consommation et immobiliers alors que la demande de crédits de la part des sociétés non financières est en recul.

Le maintien de la demande importante de crédits à la consommation et des crédits immobiliers par les ménages luxembourgeois au cours de l'année 2003 semble confirmer l'hypothèse que ces derniers n'ont encore guère subi les effets d'une croissance économique amoindrie. En effet, le ralentissement conjoncturel qui est maintenant sans équivoque au Luxembourg

aurait pu inciter les agents économiques à réduire leur demande de financement et stimuler la propension à épargner. Le maintien d'une demande importante de crédits peut s'expliquer par plusieurs facteurs dont certains sont particuliers à la situation luxembourgeoise.

Les baisses successives des taux directeurs par la BCE ont été suivies par des baisses des taux d'intérêt des banques luxembourgeoises qui ont pour conséquence que le recours au financement devient très attractif pour les investisseurs alors qu'en même temps l'incitation à l'épargne est fortement réduite. Ainsi, les ménages ne voient guère de raison de différer leurs dépenses de consommation et profitent du bas loyer de l'argent et du fait que la rémunération des placements bancaires n'excède que faiblement l'érosion sous forme d'inflation. Le volume des crédits à la consommation n'a par conséquent cessé de s'accroître au cours de l'année 2003 pour s'établir à 1 054 millions d'euros au 31 octobre 2003, soit un accroissement de 5,4 % par rapport au début de l'année.

En ce qui concerne les crédits immobiliers le développement est plus marqué avec un accroissement de 8,5 % entre le début de l'année et le 31 octobre 2003 où l'encours des crédits immobiliers à l'égard des résidents luxembourgeois s'élève à 7 640 millions d'euros. L'évolution des encours est à voir également en relation avec la demande de crédits pour le financement d'immeubles situés au Luxembourg qui se maintient également à un niveau très élevé. Au cours du troisième trimestre de l'année, les crédits destinés au financement d'immeubles résidentiels s'élèvent à 682 millions d'euros, soit une augmentation de 27,7 % par rapport au troisième trimestre de l'année précédente. Le développement soutenu des crédits immobiliers demandés par les ménages luxembourgeois est à mettre en relation avec différents facteurs explicatifs. D'une part et tel que précité, la situation très favorable du niveau des taux d'intérêt, d'autre part, les prix élevés de l'habitation et plus particulièrement des terrains ainsi que des expectatives quant à la demande future de logements au Luxembourg qui reflète les particularités de la situation luxembourgeoise face à ses pays voisins. Ce dernier facteur revêt d'ailleurs une importance particulière dans l'analyse des crédits immobiliers au Luxembourg. La demande pour des crédits immobiliers n'est pas seulement stimulée par des ménages qui cherchent à acquérir leur propre habitation (80 % des Luxembourgeois sont propriétaires) mais également par des inves-

tisseurs qui basent leurs décisions sur plusieurs facteurs qui permettent d'anticiper un rendement alléchant. Aussi, les placements bancaires actuels ne génèrent-ils guère plus de 5 % et bien souvent nettement moins, alors que l'investissement dans l'immobilier peut être assorti, à côté du rendement sous forme de loyer, de la réalisation d'une plus-value attractive. Les investisseurs qui acquièrent de l'immobilier résidentiel pour le valoriser sont encouragés non seulement par le projet de réforme de la loi sur le bail à loyer mais également par l'élargissement de l'Union européenne par l'entrée de 10 nouveaux pays membres qui détacheront des représentants auprès des institutions européennes établies au Luxembourg ainsi que par d'autres développements, tels que l'université de Luxembourg qui créera également des besoins d'habitations nouveaux. Dans cette perspective les investisseurs profitent évidemment des taux d'intérêt bas pour financer des immeubles à un moment où l'augmentation de la demande semble acquise et se porte garante des rendements futurs. Finalement, on notera que les OPC dont l'investissement se concentre sur l'immobilier permettent également aux petits épargnants de profiter de ce développement sans devoir pour autant investir des montants considérables.

Quant à l'activité d'épargne des ménages, celle-ci se concentre sur une augmentation de leurs dépôts à vue aux dépens des dépôts d'épargne. Alors que les dépôts à vue ont augmenté de 3,4 % au cours de l'année pour s'élever à 8 075 millions d'euros au 31 octobre 2003, les dépôts à terme ont diminué de 2,1 % au cours de la même période pour atteindre 6 850 millions d'euros au 31 octobre 2003. Ceci peut s'expliquer d'une part par le fait que les dépôts à terme ne sont actuellement guère générateurs de rendements supérieurs aux dépôts à vue et que les ménages gardent des liquidités, soit dans le but de les affecter à des investissements plus intéressants lorsque les taux d'intérêt augmenteront, soit lorsque la confiance dans les marchés boursiers se redressera, soit encore en vue de les affecter à des dépenses de consommation.

En ce qui concerne les sociétés non financières, l'évolution de l'encours des crédits est moins linéaire; en effet, alors que la tendance sur les 10 premiers mois de l'année est à la baisse, on notera toutefois que le mois de juin 2003 fait état d'une nette hausse. Au 31 octobre 2003 le volume des crédits aux sociétés non financières s'élève à 6 468 millions d'euros, soit une

baisse de 6,1 % par rapport au début de l'année. Cette évolution est à voir dans le contexte du ralentissement économique qui malgré des taux d'intérêt débiteurs

très attractifs incite les sociétés non financières à différer leurs investissements en raison de l'incertitude quant à l'évolution de la conjoncture luxembourgeoise.

Tableau 16 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2003/10
	2002/10	2003/09	2003/10	2002/10 - 2003/10		2003/9 - 2003/10		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	317 678	311 559	302 878	-14 800	-4,7	-8 681	-2,8	45,9
Dettes envers la clientèle	211 232	219 596	224 672	13 440	6,4	5 076	2,3	34,0
Dettes représentées par un titre	79 087	72 880	76 443	-2 644	-3,3	3 563	4,9	11,6
Autres passifs	-607 997	56 078	56 287	-2 274	-109,3	209	0,4	8,5
Total du passif	666 558	660 112	660 280	-6 278	-0,9	168	0,0	100,0

Source: BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Le volume des dépôts de la clientèle privée non bancaire s'élève à 224 672 millions d'euros, soit une augmentation de 5 076 millions d'euros par rapport au 30 septembre 2003 et une hausse de 6 % par rapport à l'année passée. Cette augmentation résulte d'un attentisme de la part de la clientèle qui, échaudée par l'expérience passée, souhaite s'assurer de la stabilité des marchés financiers avant de s'y engager à nouveau.

Afin de pouvoir évaluer l'impact du cours de change sur l'évolution de la somme agrégée de bilan²⁰, nous posons l'hypothèse que la part renseignée au 30 septembre 2002 en dollar US n'a pas été sujette à des modifications structurelles jusqu'au 30 septembre 2003. Sur cette base, on peut noter que l'effet de change aurait

pu avoir un impact réducteur maximal de 23 036 millions d'euros sur le total de la somme de bilan. Ce montant non négligeable représente 3,48 % de l'agrégat des sommes de bilan des établissements de crédit.

Par conséquent, sur base d'une hypothèse d'une composition en devises inchangée de la somme de bilan ainsi que d'un taux de change USD/EUR stable, la somme des bilans des banques luxembourgeoises se serait accru de 3,34 %, alors que le taux de variation non ajusté est pour mémoire de -0,14 %.

Sur la période du troisième trimestre 2003, cet effet représente une diminution de 1 761 millions d'euros ou une baisse de 0,27 % de la somme des bilans des établissements de crédit.

²⁰ Cf Bulletin BCL 2003/2 – Encadré pages 37 & 38.

Décomposition des dépôts par secteur et par instrument

Suite à l'entrée en vigueur du Règlement BCE/2001/13 relatif au bilan consolidé du secteur des IFM, la BCL collecte désormais, à fréquence mensuelle, un certain nombre de ventilations relatives aux données sur les dépôts et les prêts. Ces ventilations sont disponibles à partir du 1^{er} janvier 2003.

Au passif du bilan, nous disposons ainsi de la ventilation sectorielle des dépôts

- des sociétés d'assurance et des fonds de pension,
- des autres intermédiaires financiers (par exemple OPCVM),
- des sociétés non-financières,
- et des ménages.

Ces ventilations nous permettent d'analyser plus en détail les comportements d'investissement de ces divers secteurs. Dans les tableaux 1 et 2, la partie supérieure montre la ventilation des dépôts des différents secteurs par instruments tandis que la partie inférieure présente la ventilation de chaque instrument par secteur.²¹

• Luxembourg: Décomposition des secteurs par instrument

En ce qui concerne la décomposition des dépôts au Luxembourg (dépôts détenus par les IFM luxembourgeoises envers les résidents de la zone euro), nous observons que la quasi totalité des dépôts, est répartie entre dépôts à vue et dépôts à terme. En effet, les dépôts à préavis et les repos ne jouent qu'un rôle mineur.

Tableau 17 Décomposition des dépôts²² par instrument et par secteur au Luxembourg

(en %; septembre 2003)

Septembre 2003 Luxembourg	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres intermédiaires financiers	Sociétés non financières	Ménages	Total
Décomposition des secteurs par instrument					
Dépôts à vue	43 %	47 %	21 %	39 %	-
Dépôts à terme	54 %	51 %	75 %	59 %	-
Dépôts à préavis	3 %	1 %	3 %	2 %	-
Opérations de vente et de rachat fermes	0 %	1 %	0 %	0 %	-
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	-
Décomposition des instruments par secteur					
Dépôts à vue	5 %	51 %	13 %	31 %	100 %
Dépôts à terme	4 %	35 %	31 %	30 %	100 %
Dépôts à préavis	6 %	17 %	40 %	37 %	100 %
Opérations de vente et de rachat fermes	0 %	100 %	0 %	0 %	100 %

Les colonnes «Luxembourg» réfèrent aux dépôts détenus par les IFM luxembourgeoises envers les résidents de la zone euro

La décomposition des secteurs (première partie du tableau) fait également apparaître les spécificités suivantes.

Les dépôts détenus par les secteurs «sociétés d'assurance et fonds de pension» et «autres intermédiaires financiers» sont répartis plus ou moins à part

égale entre dépôts à vue et dépôts à terme. Pour les sociétés «non-financières» et les «ménages», nous remarquons une préférence pour les dépôts à terme par rapport au dépôts à vue. Cette préférence pour les dépôts à terme est particulièrement importante auprès des sociétés non financières.

²¹ Les calculs pour la zone euro se basent sur les chiffres (stocks de fin de mois) du tableau 2.5 du bulletin de la BCE

²² Dépôts détenus par les IFM luxembourgeoises envers les résidents de la zone euro

Luxembourg: Décomposition des instruments par secteur

En ce qui concerne la décomposition des instruments par secteur, nous remarquons également une certaine hétérogénéité.

Ainsi, la moitié des **dépôts à vue** est détenue par les «autres intermédiaires financiers» et un tiers par les ménages. Les **dépôts à terme**, par contre, se

répartissent en parts plus ou moins égales entre les «autres intermédiaires financiers», les «sociétés non financières» et les «ménages».

En ce qui concerne les **dépôts à préavis**, ceux-ci sont majoritairement détenus par les «sociétés non financières» et par les «ménages». Les **repos**, quant à eux, sont exclusivement détenus par les «autres intermédiaires financiers».

Tableau 18 Décomposition des dépôts²³ par instrument et par secteur dans la zone euro

(en %; septembre 2003)

Septembre 2003 zone euro	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres intermédiaires financiers	Sociétés non financières	Ménages	Total
Décomposition des secteurs par instrument					
Dépôts à vue	10 %	32 %	59 %	31 %	-
Dépôts à terme	85 %	47 %	34 %	29 %	-
Dépôts à préavis	1 %	2 %	4 %	39 %	-
Opérations de vente et de rachat fermes	3 %	19 %	3 %	1 %	-
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	-
Décomposition des instruments par secteur					
Dépôts à vue	3 %	9 %	30 %	59 %	100 %
Dépôts à terme	21 %	12 %	16 %	52 %	100 %
Dépôts à préavis	0 %	1 %	2 %	97 %	100 %
Opérations de vente et de rachat fermes	9 %	50 %	14 %	27 %	100 %

Les colonnes «Luxembourg» réfèrent aux dépôts détenus par les IFM luxembourgeoises envers les résidents de la zone euro
Source: BCE

Cette décomposition met également en évidence des différences de structure entre les dépôts détenus au Luxembourg et dans la zone euro dans son ensemble. Ainsi nous observons une plus grande présence des dépôts à préavis et des repos dans la zone euro qu'au Luxembourg.

L'analyse par secteurs met en évidence que, dans la zone euro, les «**sociétés d'assurance et des fonds de pension**» investissent leurs dépôts majoritairement en dépôts à terme (85 % du total de leurs dépôts) alors qu'au Luxembourg ceux-ci partagent leurs dépôts entre dépôts à vue et dépôts à terme.

En ce qui concerne le secteur des «**autres intermédiaires financiers**», nous remarquons en particulier pour la zone euro l'investissement (à la hauteur de 19 %) en repo alors que ce type d'investissement est quasi inexistant au Luxembourg.

Pour les «**sociétés non financières**», nous observons une préférence pour les dépôts à vue dans la zone euro contre une préférence pour les dépôts à terme au Luxembourg.

Finalement, dans la zone euro, les **ménages** investissent à concurrence de 39 % en dépôts à préavis alors que cette partie est négligeable au niveau du

23 Dépôts détenus par les IFM de la zone euro envers les résidents de la zone euro

Luxembourg. En revanche, nous observons une préférence plus importante pour les dépôts à terme au Luxembourg.

La décomposition des différents instruments de dépôts met également en évidence des différences entre la zone euro et le Luxembourg.

En ce qui concerne les **dépôts à vue**, la part détenue par les «ménages» et les «sociétés non financières» est nettement plus importante dans la zone euro qu'au Luxembourg. En revanche, celle détenue par les «autres intermédiaires financiers» est prépondérante au Luxembourg mais mineure au niveau de la zone euro dans son ensemble.

Pour les **dépôts à terme**, la part détenue par les «ménages» et les «sociétés d'assurance et fonds de pension» est nettement plus élevée dans la zone euro qu'au Luxembourg.

Les **dépôts à préavis** sont quasi exclusivement détenus par les ménages dans la zone euro, alors que, au Luxembourg, ils sont partagés principalement entre les «ménages», «les sociétés non financières» et, dans une moindre mesure, les «autres intermédiaires financiers».

La détention des **repos** est assez diversifiée dans la zone euro alors qu'au Luxembourg elle revient à 100 % aux «autres intermédiaires financiers».

1.2.8.4 Résultats de l'enquête d'octobre 2003 sur la distribution du crédit bancaire^{24 25}

Les résultats de l'enquête d'octobre 2003 font apparaître, en moyenne pendant la période juillet 2003-septembre 2003, un durcissement des critères d'octroi des crédits. Ce durcissement est plus important pour les crédits accordés aux entreprises que pour ceux accordés aux ménages. Globalement, le durcissement des critères d'octroi est plus important au Luxembourg que dans l'ensemble de la zone euro.

Du côté de la demande, l'enquête fait apparaître au Luxembourg, pour la période juillet 2003-septembre 2003, une demande inchangée pour les crédits émanant des entreprises mais une augmentation de celle émanant des ménages. Dans la zone euro, par contre, la demande de crédits aux entreprises ainsi que celle aux ménages pour la consommation a baissé. Celle pour des crédits à l'habitat, par contre, a augmenté dans la zone euro.

• Crédits accordés aux entreprises

Conditions d'octroi des crédits accordés aux entreprises
S'agissant des crédits aux entreprises, l'enquête indique que le pourcentage net des banques interrogées au Luxembourg ayant rapporté un durcissement des critères d'octroi a baissé pour s'établir à 29 % en octobre contre 57 % en juillet. Aucune banque n'a

signalé un assouplissement de ses critères d'attribution de crédits aux entreprises.

Comparé aux résultats de la zone euro dans son ensemble, nous remarquons que le pourcentage net des entreprises ayant durci leur politique d'octroi de crédits est légèrement supérieur au Luxembourg que dans la zone euro (pourcentage net de 29 % au Luxembourg et de 23 % dans la zone euro). Notons également que ce pourcentage net a sensiblement baissé au LU en octobre par rapport à juillet alors qu'il a seulement enregistré une baisse mineure au niveau de la zone euro entre ces deux dernières enquêtes.

Selon les réponses à l'enquête d'octobre, le durcissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises tient principalement aux perceptions accrues de risques (prévisions concernant l'activité économique générale, perspectives spécifiques du secteur ou de l'entreprise concernée, les risques relatifs aux garanties requises) ainsi qu'aux coûts liés aux fonds propres des banques. Ceci vaut aussi bien pour le Luxembourg que pour la zone euro dans son ensemble.

Ce durcissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises s'est traduit principalement par l'élargissement des marges d'intérêt prises sur les prêts (surtout sur les prêts plus risqués), ainsi que par d'autres modalités comme le montant du crédit accordé et les demandes de garanties.

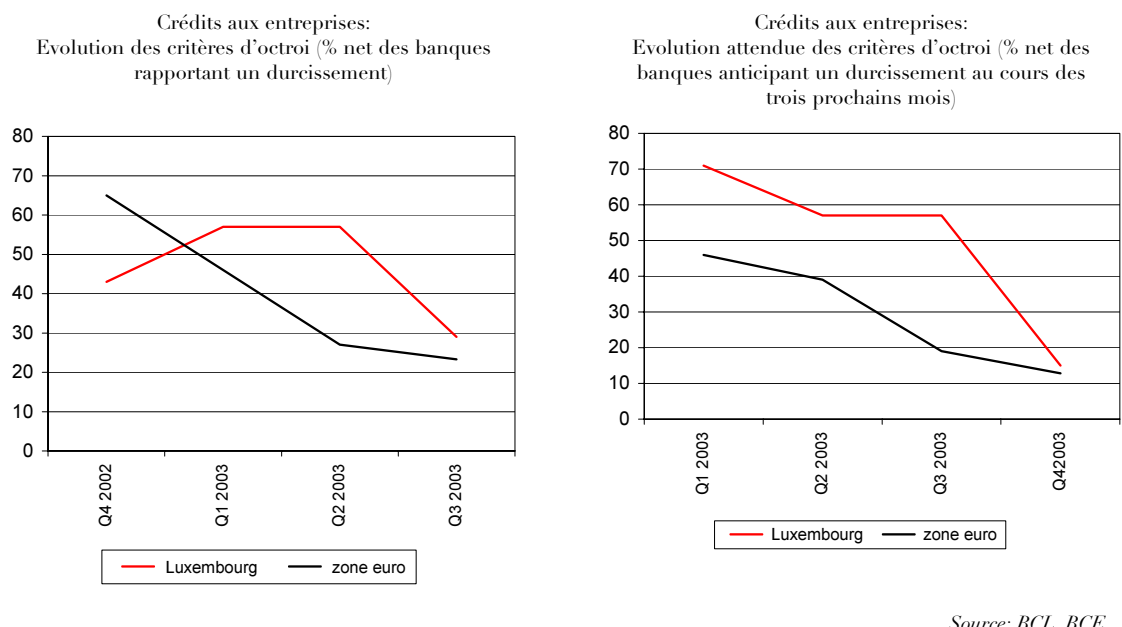
²⁴ Lors de l'enquête, réalisée en octobre 2003, les questions sur les trois derniers mois font référence à la période juillet 2003-septembre 2003. Les questions sur les trois prochains mois font référence à la période octobre 2003-décembre 2003.

Le pourcentage net est défini comme «% de réponses positives» - «% de réponses négatives».

²⁵ Pour des détails méthodologiques, prière de se référer au bulletin 2003/1 pages 60 à 66.

Graphique 35

Crédits aux entreprises, critères d'octroi



S'agissant des anticipations relatives aux critères d'octroi des crédits aux entreprises pour les trois prochains mois (octobre 2003-décembre 2003), le pourcentage net des banques prévoyant un durcissement a baissé aussi bien au Luxembourg que dans la zone euro. Le pourcentage net des banques prévoyant un durcissement des critères d'octroi pour les trois prochains mois est quasiment identique au Luxembourg et dans la zone euro (pourcentage net de 15 % au Luxembourg et de 13 % dans la zone euro).

Demande de crédits émanant des entreprises

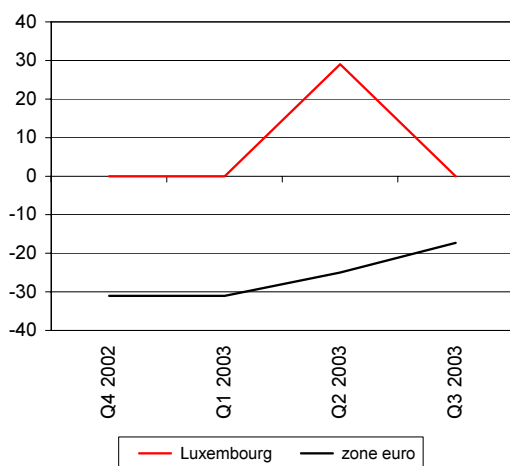
En ce qui concerne la demande globale de crédits émanant des entreprises au Luxembourg, celle-ci est restée à peu près inchangée ces trois derniers mois alors qu'en juillet un pourcentage net de 29 % des banques interrogées avait rapporté une augmentation de la demande.

Dans la zone euro, par contre, les banques rapportent une baisse de la demande de crédits émanant des entreprises. Néanmoins, le pourcentage net de banques rapportant une baisse de la demande émanant des entreprises est moins important que lors de l'enquête de juillet (pourcentage net de -17 % en octobre contre -25 % en juillet).

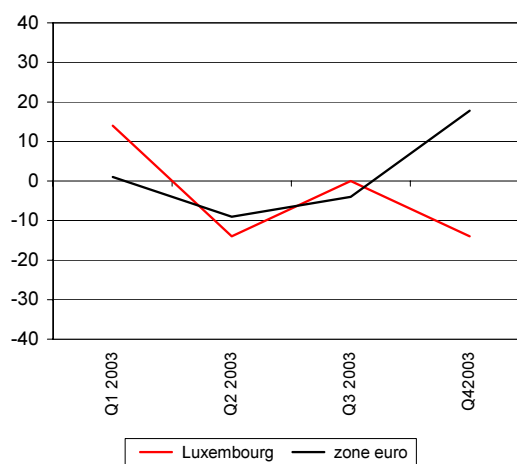
Graphique 36

Crédits aux entreprises, évolution de la demande

Crédits aux entreprises:
Evolution de la demande (% net des banques rapportant une hausse de la demande)



Crédits aux entreprises:
Evolution attendue de la demande (% net des banques anticipant une demande accrue au cours des trois prochains mois)



Source: BCL, BCE

En ce qui concerne les anticipations pour les trois prochains mois, l'évolution prévue au Luxembourg est opposée à celle pour l'ensemble de la zone euro. Ainsi, au Luxembourg, en net 14 % des interrogés prévoient une baisse de la demande de crédits émanant des entreprises alors que, dans la zone euro, un net de 18 % des interrogés prévoient une hausse de la demande.

• Crédits aux ménages

Conditions d'octroi des crédits accordés aux ménages

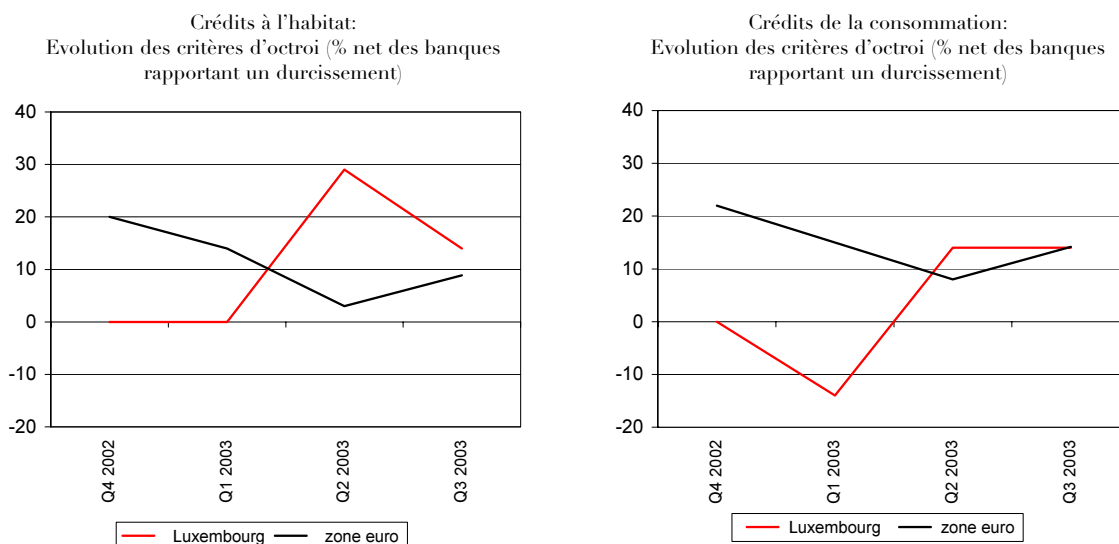
Les résultats de l'enquête d'octobre 2003 font apparaître un léger durcissement des critères d'octroi des crédits aux ménages au Luxembourg. Pour les crédits à

l'habitat, ce durcissement est moins élevé que celui observé lors de l'enquête précédente (durcissement net de 14 % en octobre contre 29 % en juillet), alors qu'il est resté au même niveau pour les crédits à la consommation (durcissement net de 14 %).

Dans la zone euro, les critères d'octroi pour les crédits aux ménages se sont également durcis (durcissement net de 9 % pour les crédits à l'habitat et durcissement net de 14 % pour les crédits à la consommation). Alors que, pour les crédits à la consommation, le pourcentage net des banques rapportant un durcissement est identique à celui observé au Luxembourg, celui pour les crédits à l'habitat est légèrement inférieur à celui observé au Luxembourg.

Graphique 37

Crédits à l'habitat, critères d'octroi



Source: BCL, BCE

Selon les résultats de l'enquête d'octobre, le durcissement des critères d'attribution des crédits à l'habitat tient aux perspectives du marché du logement ainsi qu'aux prévisions concernant l'activité économique générale. En ce qui concerne les crédits à l'habitat, ce durcissement des critères d'attribution s'est principalement répercuté sur la marge d'intérêts prise sur les prêts plus risqués, les garanties requises et la quotité d'emprunt.

Le durcissement des critères d'attribution des crédits à la consommation tient principalement à la perception des risques concernant la capacité de remboursement des emprunteurs, les perspectives concernant l'activité

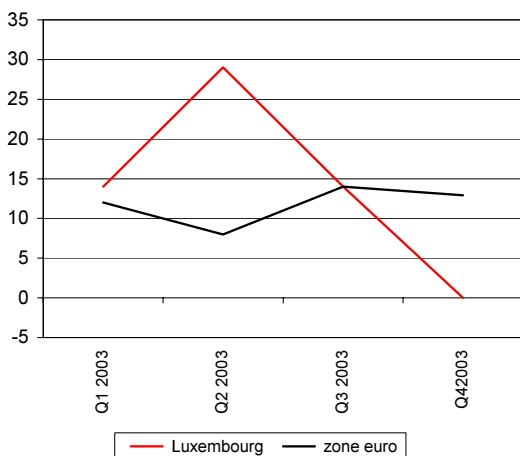
économique générale et les risques relatifs aux garanties requises. Au Luxembourg, ce durcissement s'est essentiellement répercuté sur les demandes de garanties. Dans la zone euro, les banques ont principalement renforcé la marge d'intérêts prise sur les prêts à la consommation les plus risqués.

En ce qui concerne l'évolution pour les trois prochains mois, les banques prévoient désormais des critères d'octroi inchangés au Luxembourg aussi bien pour les crédits à l'habitat que pour ceux à la consommation. Dans la zone euro, les banques anticipent des critères inchangés pour les crédits à la consommation mais un durcissement pour ceux à l'habitat (pourcentage net de 13 %).

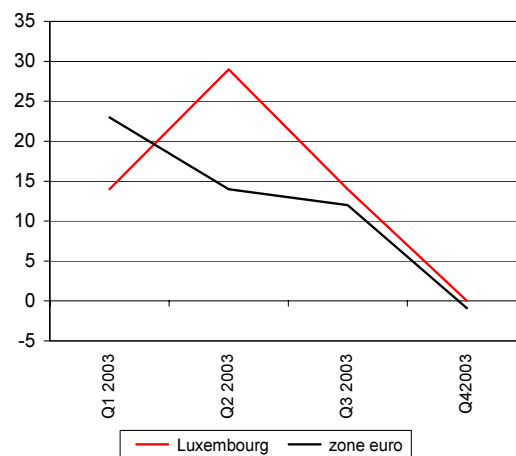
Graphique 38

Crédits à l'habitat, crédits à la consommation, critères d'octroi

Crédits à l'habitat:
Evolution attendue des critères d'octroi (% net des banques anticipant un durcissement au cours des trois prochains mois)



Crédits à la consommation:
Evolution attendue des critères d'octroi (% net des banques anticipant un durcissement au cours des trois prochains mois)



Source: BCL, BCE

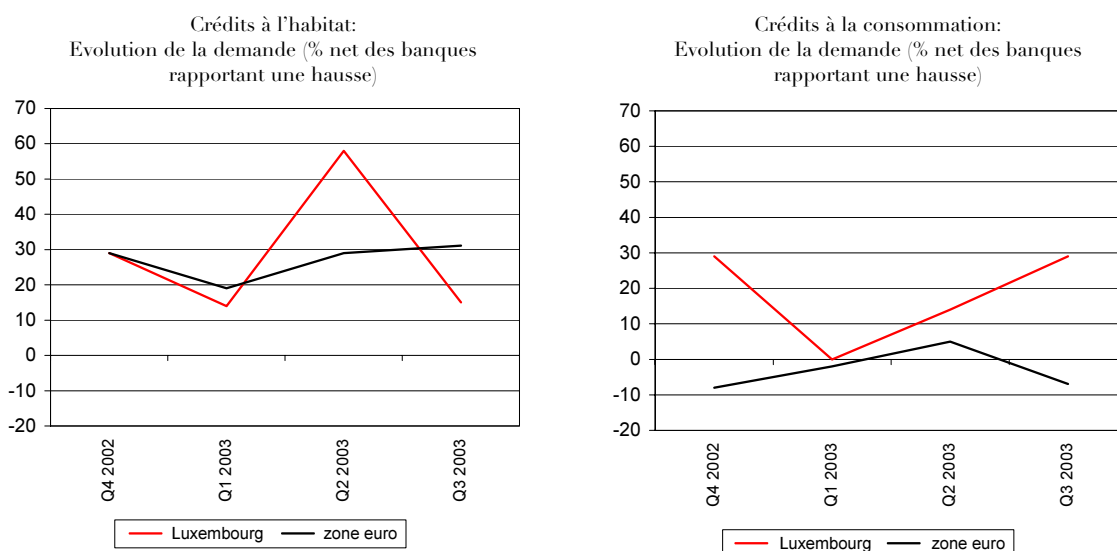
Demande de crédits émanant des ménages

S'agissant des **prêts au logement**, le pourcentage net des banques rapportant une augmentation de la demande au Luxembourg est revenu à 15 % en octobre (contre 58 % en juillet). Dans la zone euro, le pourcentage des banques rapportant une hausse de la demande de crédits à l'habitat est resté inchangé à 31 %.

S'agissant des **prêts à la consommation**, le pourcentage net des banques rapportant une augmentation de la demande au Luxembourg est passé de 14 % en juillet à 29 % en octobre. Dans la zone euro par contre un net de 7 % des interrogés ont rapporté un recul de la demande lors de l'enquête d'octobre.

Graphique 39

Crédit à l'habitat, crédits à la consommation, évolution de la demande, hausse



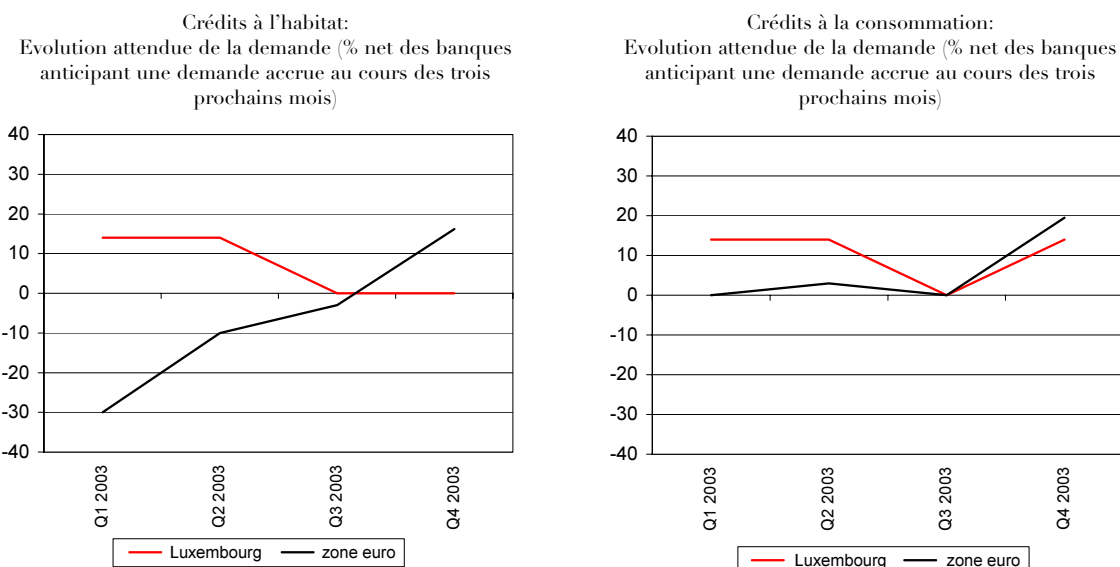
Source: BCL, BCE

En ce qui concerne les anticipations pour la demande de crédits émanant des ménages pour les trois prochains mois au Luxembourg, celle-ci devrait rester à peu près inchangée pour les crédits à l'habitat et augmenter quelque peu pour ceux à la consommation (pourcentage net de 14 %).

Dans la zone euro, par contre, la demande devrait augmenter aussi bien pour les crédits à l'habitat que pour ceux à la consommation (pourcentage net de 16 % pour les crédits à l'habitat et de 20 % pour les crédits à la consommation).

Graphique 40

Crédits à l'habitat, crédits à la consommation, évolution de la demande, demande accrue



Source: BCL, BCE

1.2.8.5 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Le recul progressif du nombre de banques au cours des deux dernières années ainsi que la persistance de la morosité conjoncturelle qui se traduit inévitablement par une réduction du volume d'activité, tant pour compte propre que pour compte de la clientèle, ont fortement pesé sur l'évolution de l'effectif dans le secteur financier luxembourgeois.

Alors que les banques ont ouvert la voie à des réductions d'effectifs à la fin de l'année 2001 et au début de l'année 2002, en raison de la réduction importante du volume d'activité (notamment en relation avec l'intervention de la clientèle privée sur les marchés financiers), les PSF ont bien résisté avant de procéder également à des réductions d'effectif en 2003.

Ce retournement de tendance au sein des PSF s'explique principalement par la prudence persistante de la clientèle qui, malgré la reprise des bourses, se cantonne encore à des investissements à faible risque, réduisant

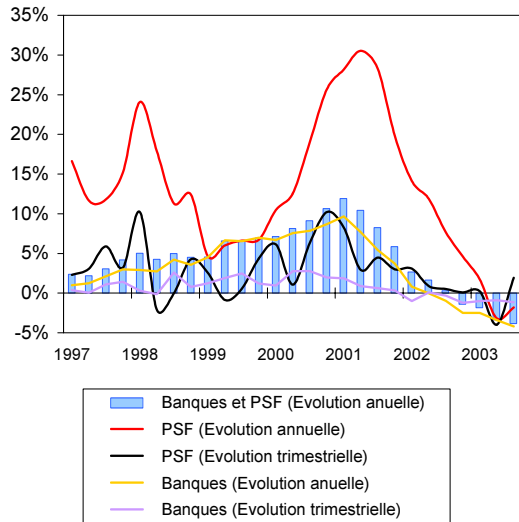
ainsi le niveau d'activité d'une partie des professionnels qui réalise des opérations pour le compte de tiers.

Le secteur financier, qui a servi de moteur à la création de l'emploi intérieur pendant plusieurs années, affiche à nouveau une diminution de l'effectif qui s'élève à 1 073 emplois, soit 3,98 %, par rapport au 30 septembre 2002. Il s'agit de la baisse annuelle la plus importante connue à ce jour. Toutefois, la réduction nette de l'effectif se limite à 0,66 % par rapport au trimestre précédent, ce qui constitue la baisse trimestrielle la plus modérée depuis septembre 2002.

L'assouplissement, sur base trimestrielle, du processus de réduction des effectifs se dessine à un moment où tout porte à croire à une stabilisation de l'activité initiée notamment par la reprise des marchés boursiers dès le second trimestre de l'année en cours. En effet, la meilleure santé des bourses internationales, ainsi que l'évolution du volume d'activité, tel que mesuré par la somme des bilans des banques et des PSF, indiquent que nous entrons dans une phase de stabilisation, voire de reprise modérée.

Graphique 41

Evolution de l'effectif dans le secteur financier (variations annuelles et trimestrielles en pourcentage)



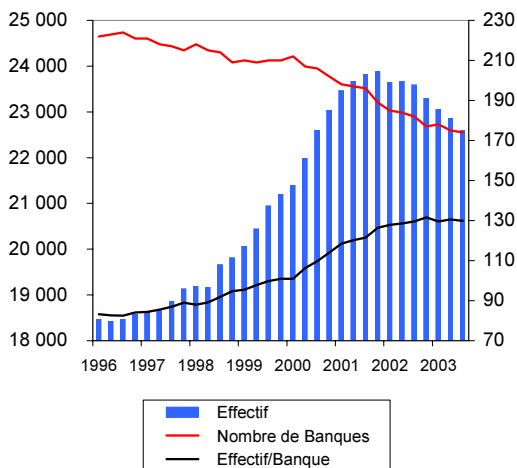
Source: BCL

A l'instar des observations réalisées au cours des mois précédents, l'emploi dans le secteur des établissements de crédit marque à nouveau le pas, affichant sa plus forte détérioration depuis le dernier trimestre 2002. Entre le 30 juin et le 30 septembre 2003, les établissements de crédit enregistrent une baisse nette de l'effectif de 260 unités, soit 1,14 %.

Au 30 septembre 2003 l'effectif dans les établissements de crédit s'élève à 22 598 unités, soit une baisse nette de 4,21 % par rapport à la même date de l'année précédente, pour atteindre le niveau le plus faible observé au cours des 3 dernières années.

Graphique 42

Analyse de l'effectif dans les établissements de crédit



Source: BCL

La baisse des effectifs dans les établissements de crédit, s'explique essentiellement par le processus de concentration (fusions), la volonté de réduire les frais de fonctionnement et les phénomènes d'externalisation de certaines activités.

En ce qui concerne les regroupements bancaires au Luxembourg, on notera que, contrairement aux observations faites au cours des périodes antérieures, l'impact réel des opérations de rapprochement sur la variation du niveau de l'emploi, entre le second et le troisième trimestre de cette année, est négligeable. Ceci s'explique d'une part par un décalage dans le temps entre la fusion et son éventuelle traduction en terme d'emplois et d'autre part par l'observation du fait que la réalisation de fusions ne se solde pas forcément par une perte nette d'emplois pour la place. Ce paradoxe apparent se justifie souvent par le fait que les entités luxembourgeoises impliquées dans la fusion poursuivent des activités complémentaires ce qui limite fortement le risque de réductions massives d'emplois à la suite d'un rapprochement.

A côté des fusions bancaires, la volonté de réduire les frais de fonctionnement constitue une motivation forte pour initier des réductions d'effectifs. De tels développements sont devenus inévitables dans certaines banques de la place, soit sur base d'instructions des maisons mères, qui exigent que toutes les entités de groupe participent à l'effort de réduction des frais indépendamment de leur situation spécifique, soit sur base de la réduction du volume des activités notamment en relation avec la clientèle privée, observé depuis fin 2001.

Finalement, dans un but de contrôle des frais de fonctionnement et d'efficacité opérationnelle, certaines banques de la place ont choisi d'externaliser différentes activités telles que la gestion de l'informatique et les services fournis aux OPC. Ce dernier volet a contribué à la création d'entités spécialisées dans l'administration d'OPC qui ont par ailleurs repris une partie, sinon l'intégralité, du personnel de la banque qui était dévolue à cette activité. Cette évolution explique notamment un accroissement de l'effectif dans les PSF, par transfert en provenance du secteur bancaire.

L'analyse de l'évolution combinée du nombre de banques et de l'effectif bancaire, indique que le rapport entre l'effectif et le nombre d'établissements de crédits reste relativement stable à 129,87 en septembre 2003, contre 129,62 un an plus tôt. L'effectif moyen par établissement de crédit, dynamisé par la phase de croissance importante des activités au cours des années 1990, n'a cessé de s'accroître pour atteindre son seuil le plus élevé fin 2001 et se stabiliser depuis lors autour de ce niveau.

L'évolution future de l'effectif dans les banques s'inscrit dans un mouvement légèrement baissier au moins jusqu'en fin d'année, en particulier en raison des liquidations devant prendre effet dans les mois à venir, mais également en raison de la faiblesse de la reprise des activités et d'un environnement de plus en plus concurrentiel.

Le secteur des PSF tire son épingle du jeu et affiche une progression de 1,9 % sur le trimestre, avec un effectif s'établissant à 4 309 unités. Cette hausse de 81 unités ne suffit toutefois pas à combler la perte de 175 emplois enregistrée au trimestre précédent, et partant, empêcher l'effectif des PSF de diminuer de 1,82 % en glissement annuel.

Parmi les explications à cette diminution, notons qu'aucune transformation de banques en PSF n'a été enregistrée dans le courant de l'année 2003, alors que ce type d'opérations représentait plus de 12 % des cessations d'activité des banques.

L'effectif des PSF reste toutefois en hausse de plus de 35 % sur les 3 dernières années.

Ce développement, qui montre que la diversification de la place financière porte ses fruits, ne devrait cependant pas donner lieu à un optimisme injustifié. L'analyse de l'évolution des effectifs dans le secteur financier est sujette à deux considérations majeures; d'une part, le nombre de PSF varie substantiellement et des entités à effectif important, tel que l'Entreprise des Postes et Télécommunications, ont été portées sous cette rubrique générant ainsi un effet de base considérable, et, d'autre part, plusieurs banques ont externalisé leurs activités en relation avec les OPC sous forme de PSF. Ainsi, la bonne tenue de l'effectif dans les PSF est à considérer avec une certaine prudence, ceci d'autant plus que les récentes modifications législatives engendreront inévitablement de nouveaux effets de base dans l'analyse de l'évolution des effectifs.

Les établissements de crédits, qui, en 1991, représentaient 93,7 % de l'emploi dans le secteur financier, n'en représentent aujourd'hui plus que 84 %.

La part du secteur financier dans l'emploi total, bien qu'en constante diminution depuis décembre 2001, reste supérieure à 9 % (9,13 % en septembre 2003).

En ce qui concerne la répartition de l'emploi et son évolution au cours du temps, nous pouvons noter qu'après une décennie de croissance assez forte, la part des étrangers dans l'emploi du secteur financier s'est stabilisée, depuis 2001, dans une fourchette comprise entre 69 et 71 %. Ces derniers ont été en particulier moins touchés par la baisse générale de l'emploi que les nationaux.

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

Alors que les deux premiers trimestres de l'année en cours avaient encore confirmé la tendance à la baisse, entamée en 2002, le troisième trimestre de l'année courante affiche une stabilisation, voire même l'annonce d'une reprise: les marchés boursiers sont en hausse

depuis mai 2003, le volume des bilans se stabilise, la croissance économique bien que faible se confirme dans la zone euro.

La confirmation des bonnes conditions sur les marchés boursiers et le redressement des rendements obligataires ont permis aux banques de la place de dégager un résultat brut avant provisions et impôts de 3 038 millions d'euros au 30 septembre 2003, ce qui représente une baisse de 9,3 % par rapport au 30 septembre 2002. Cette baisse est cependant à évaluer sur base des revenus nets sur divers très importants, réalisés en 2002 notamment à la suite de la vente des participations dans la société Cedel International.

Dans la mesure où les revenus nets sur divers de l'année 2002 se composent à raison de quelque 850 millions d'euros²⁶ d'éléments non récurrents, la baisse des revenus bruts avant provisions et impôts, même si elle semble importante avec 9,3 %, indique que les établissements de crédit tirent en fait assez bien leur épingle du jeu au cours d'une année 2003.

Ainsi, les perspectives de croissance des revenus s'annoncent favorablement pour la fin de l'année laissant entrevoir une stabilisation des résultats par rapport à l'année 2002 surtout si on fait abstraction de la plus-value exceptionnelle qui a marqué les données de 2002.

Tableau 19 Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois ¹⁾²⁾

		2002 / 09	2003 / 09	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	30 552	26 276	-14,0	-4 276
2	Intérêts bonifiés	27 516	23 312	-15,3	-4 204
3	Marge sur intérêt	3 036	2 964	-2,4	-72
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	181	284	56,9	103
5	sur commissions	2 014	1 881	-6,6	-133
6	sur opérations de change	205	219	6,8	14
7	sur divers	540	261	-51,7	-279
8	Revenus nets (4+5+6+7)	2 940	2 645	-10,0	-295
9	Résultat brut (3+8)	5 976	5 609	-6,1	-367
10	Frais de personnel	1 352	1 312	-3,0	-40
11	Frais d'exploitation	1 020	1 008	-1,2	-12
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 372	2 320	-2,2	-52
13	Impôts divers, taxes et redevances	39	38	-2,6	-1
14	Amortissements sur immobilisé non financier	217	213	-1,8	-4
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	3 348	3 038	-9,3	-310

¹⁾ Résultats des établissements de crédit luxembourgeois à l'exclusion des succursales.

²⁾ Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Source: BCL

La marge sur intérêt est en régression de 2,4 % et atteint 2 964 millions d'euros au 30 septembre 2003 contre 3 036 à la même date de l'année précédente.

Cette diminution s'explique par la combinaison d'une réduction de la somme des bilans de 0,9 % sur base annuelle mais également par la faiblesse de la rémuné-

ration sur les marchés monétaires et des marchés obligataires dont le raffermissement des rendements n'est intervenu qu'au cours des 3 derniers mois.

De plus, le niveau déjà très faible des taux d'intérêt a eu pour conséquence que les établissements de crédit n'ont profité que marginalement de la baisse des taux

²⁶ Cf. Rapport annuel 2002 de la CSSF

directeurs de 50 points de base, survenue le 6 juin 2003. Les intérêts perçus ainsi que des intérêts bonifiés ont ainsi baissé en chiffres absolus, ceci d'autant plus que le volume global des activités s'est légèrement rétréci au cours des douze derniers mois.

Fin septembre 2003, les intérêts perçus s'élevaient à 26 276 millions d'euros (en baisse de 14 % sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient un montant de 23 312 millions d'euros (en diminution de 15,3 % par rapport au 30 septembre 2002). Considérant ces différents développements, la marge sur intérêts, tout en diminuant en valeur absolue, maintient son importance relative dans le résultat brut, qui s'élève à 52,8 % au 30 septembre 2003.

Le résultat hors intérêts a, tout comme en 2002, été marqué par le solde net sur commissions et par les revenus nets sur divers. Le solde sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et par les fonds d'investissement pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire et pour certaines d'administration centrale, a évidemment souffert des conditions incertaines présentes sur les marchés financiers.

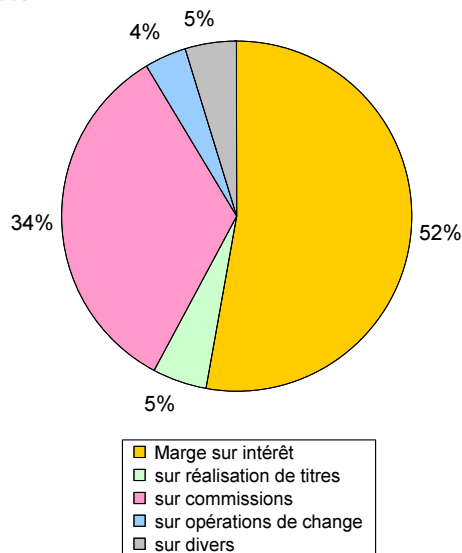
Ces facteurs expliquent la chute des commissions qui se chiffre à 133 millions d'euros (-6,6 %) sur 12 mois, soit 2 014 millions d'euros au 30 septembre 2002 contre 1 881 millions d'euros un an plus tard. La baisse observée en variation annuelle cache cependant un redressement considérable du solde sur commissions par rapport aux deux premiers trimestres de l'année en cours; en effet, alors que les deux premiers trimestres ont dégagé des baisses de respectivement 15,0 % et 11,3 % sur base annuelle, le troisième trimestre se solde par une baisse de 6,6 % seulement soit une performance nettement supérieure à celle observée au cours du premier semestre de l'année en cours.

Ceci est confirmé par une hausse de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC (+ 9,6 % en variation annuelle), sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques.

Face à la diminution des revenus, les établissements de crédit ont continué les programmes de maîtrise et de réduction des coûts afin d'être en mesure de maintenir des résultats nets à un niveau positif. Ainsi, on observe que les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) sont en baisse de 2,2 % (-52 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 2 320 millions d'euros au 30 septembre 2003. L'évolution de l'effectif occupé dans les établissements de crédit se reflète dans l'évolution des frais de personnel, en baisse de 3 % (-40 millions d'euros), sur la même période. L'analyse comparée de cette situation met en évidence la poursuite et l'intensification de cette politique de réduction des coûts. Ainsi, les frais de personnel ont représenté 1 352 millions d'euros au troisième trimestre 2002, contre 1 312 millions d'euros sur les neuf premiers mois de l'année en cours.

Graphique 43

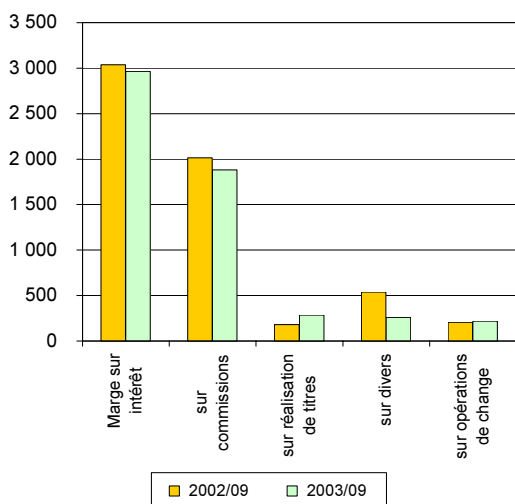
Pondération des principales composantes dans les revenus bancaires au cours des 9 premiers mois de 2003



Source: BCL

Graphique 44

Evolution et ventilation des principales composantes des revenus bancaires au cours des 9 premiers mois de 2002 et 2003 (en millions d'euros)



Source: BCL

1.2.9 Le commerce extérieur

Sur les neuf premiers mois de l'année 2003, le déficit du commerce extérieur a atteint 2 087 millions d'euros, soit un léger recul de 0,3 % par rapport à la même période de l'année 2002. Avec une progression de 1,4 %, les importations de biens ont totalisé 9 025 millions d'euros, pendant que les exportations atteignaient 6 938 millions d'euros, soit une hausse de 1,9 %. C'est donc la croissance relativement supérieure des exportations qui explique la légère baisse du déficit du commerce extérieur.

La hausse de 1,9 % enregistrée par les exportations provient essentiellement de deux catégories de biens, à savoir les articles manufacturés divers et le matériel de transport. En revanche, les exportations du secteur sidérurgique sont en stagnation, voire en légère baisse, tandis que les livraisons de «machines et équipements» ont subi une contraction de 7,4 % sous l'effet du recul du commerce import-export de téléphones mobiles.

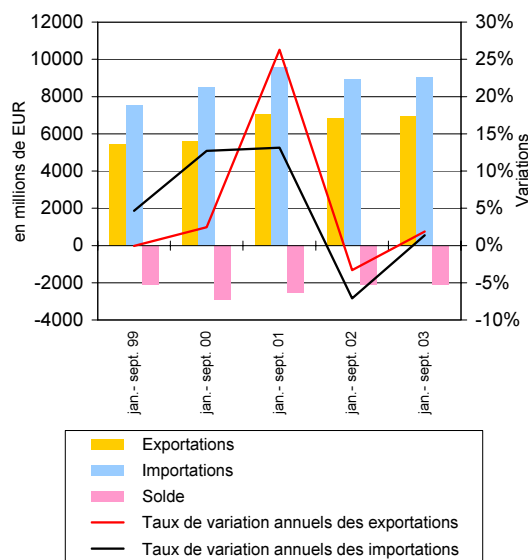
Au cours des trois premiers trimestres de l'année 2003, les livraisons de biens à destination des pays membres de la zone euro ont enregistré une hausse de 2,7 % pour atteindre 5 264 millions d'euros, soit 76 % de

toutes les exportations du Luxembourg. Par contre, les ventes de marchandises en dehors de la zone euro, à l'exception des pays émergents, ont stagné, voire fortement régressé pour certains pays (Etats-Unis et Japon).

En ce qui concerne les importations, la baisse des approvisionnements en matériel de transport et en machines et équipements a partiellement compensé les hausses observées dans toutes les autres catégories de biens. Les fournitures de biens en provenance de la zone euro ont augmenté de 4,4 % pour atteindre 7 837 millions d'euros, soit près de 87 % de toutes les importations luxembourgeoises. Les livraisons en provenance des Etats-Unis se sont sensiblement contractées, en l'absence d'acquisition de nouveaux biens d'équipement par le secteur aérien et spatial résident. En revanche, les importations en provenance des pays d'Asie et des pays d'Europe de l'Est ont fortement augmenté.

Graphique 45

Commerce extérieur du Luxembourg



Source: STATEC

1.2.10 La balance des paiements courants

1.2.10.1 Compte courant

Comparé au premier semestre de l'année 2002, l'excédent de la **balance courante** du premier semestre 2003 s'est réduit de 23 % pour atteindre 1 477 millions d'euros. Tous les soldes partiels de la balance courante se sont détériorés au cours du premier semestre 2003, à l'exception du solde des transferts courants. Ainsi, au premier semestre 2003, le **déficit des marchandises** s'est accru de 55 % sur une base annuelle. Cette forte détérioration s'explique par la progression des importations qui ont affiché une hausse de 7,8 %, à la faveur d'acquisitions nettes d'or non-monétaire, dans un contexte où les exportations n'ont augmenté qu'à un rythme moindre (2,9 %).

Au premier semestre de l'année en cours, l'excédent des échanges extérieurs de **services** a reculé de 4 % par rapport au même semestre de l'année précédente. Même si certains types de services (construction, services personnels et culturels) ont contribué à cette évolution défavorable, l'essentiel de cette détérioration provient des prestations internationales de services financiers qui couvrent près de la moitié du total des exportations de services. Les recettes nettes pour prestation des services financiers ont reculé de 11,9 % sur l'ensemble du premier semestre 2003. Ce recul est en grande partie lié à l'évolution des cours boursiers qui étaient, en moyenne au premier semestre 2003, à un niveau plus bas qu'au même semestre de l'année 2002. Rappelons qu'une large fraction des recettes de services financiers se rapporte aux commissions bancaires encaissées sur base de la valeur des avoirs des organismes de placement collectifs (OPC).

Les **revenus** du travail et du capital se sont soldés par un déficit en hausse de 36 % au cours du premier semestre 2003. Cette importante détérioration du solde des revenus est essentiellement dû au fléchissement des revenus nets d'investissements. La baisse de l'excédent des revenus d'investissements est partiellement liée au paiement des dividendes à l'étranger et à l'appréciation de l'euro qui a mécaniquement réduit la valeur en euros des recettes exprimées en devises.

Par ailleurs, la rémunération versée aux salariés frontaliers s'est chiffrée à 1 978 millions d'euros pour les six premiers mois de l'année 2003, soit une augmentation de 6,3 % par rapport au premier semestre 2002.

Enfin, le solde exceptionnellement positif enregistré par les transferts courants est à mettre en relation avec les indemnités versées par des compagnies d'assurance non-résidentes pour compenser la perte d'un satellite accidenté en novembre 2002.

1.2.10.2 Compte financier

En ce qui concerne le compte financier, les flux combinés d'investissements directs et de portefeuille se sont soldés par des sorties nettes de 24 757 millions d'euros au premier semestre de l'année 2003. Ces sorties nettes ont été compensées largement par des entrées nettes de 23 536 millions d'euros au titre de produits dérivés et des autres investissements. Les sorties nettes d'investissements directs, qui ont atteint 10 236 millions d'euros au premier semestre 2003, ont porté essentiellement sur des prêts intra-groupes.

Pour les investissements de portefeuille, du côté des avoirs (titres émis par les non-résidents), les placements nets des résidents ont atteint 26 936 millions d'euros pour les titres de dette et 3 625 millions d'euros pour les titres de participation. Du côté des engagements (titres émis par les résidents), les placements des non-résidents ont rapporté 12 585 millions d'euros pour les titres de participation (parts d'OPC essentiellement) et 3 455 millions d'euros pour les titres de dette. Au total, les investissements de portefeuille se sont soldés par des sorties nettes de 14 521 millions d'euros au premier semestre 2003.

En ce qui concerne les **«autres investissements»**, les entrées nettes de capitaux se sont établies à 19 518 millions d'euros au premier semestre 2003. Ces entrées résultent en grande partie de la hausse des engagements à court terme des institutions financières monétaires établies au Luxembourg.

Tableau 20 *Balance des paiements du Luxembourg*

	1 ^{er} sem. 2002			1 ^{er} sem. 2003 ¹⁾		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT ¹⁾	47 116,2	45 199,5	1 916,7	41 717,3	40 240,3	1 477,0
Marchandises	5 350,9	5 916,1	-565,2	5 503,7	6 378,5	-874,8
Services	11 177,6	7 210,4	3 967,2	10 438,9	6 632,1	3 806,8
Revenus	29 159,1	30 256,0	-1 096,9	23 760,2	25 256,1	-1 495,9
Transferts courants	1 428,7	1 817,1	-388,4	2 014,5	1 973,7	40,9
COMPTE DE CAPITAL	41,0	146,6	-105,6	26,9	122,4	-95,4
	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>
COMPTE FINANCIER ²⁾			-6 300,0			-1 279,3
INVESTISSEMENTS DIRECTS ³⁾	-68 565,5	42 730,1	-25 835,3	-56 017,9	45 782,1	-10 235,9
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-32 408,8	30 502,7	-1 906,2	-39 940,3	39 106,3	-834,0
Autres opérations, Prêts intragroupes	-36 156,6	12 227,5	-23 929,2	-16 077,6	6 675,8	-9 401,9
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	7 377,0	60 126,4	67 503,4	-30 561,3	16 039,7	-14 521,6
Titres de participation	-5 320,3	37 555,9	32 235,6	-3 624,8	12 585,0	8 960,2
Titres de créance	12 697,3	22 570,5	35 267,8	-26 936,4	3 454,7	-23 481,7
PRODUITS FINANCIERS DERIVES			-443,2			4 017,9
AUTRES INVESTISSEMENTS	-34 168,8	-13 340,8	-47 509,6	6 088,1	13 429,7	19 517,8
AVOIRS DE RESERVE			-15,4			-57,7
Erreurs et omissions			4 488,9			-102,3

Sources: BCL, STATEC

1) Chiffres provisoires

2) Pour le compte financier, à l'exception des avoirs de réserve, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie

3) Pour les investissements directs, les avoirs correspondent aux investissements à l'étranger et les engagements aux investissements au Luxembourg

La position extérieure globale du Luxembourg

Définition, utilité économique et cadre légal

La position extérieure globale (PEG) d'une économie est un relevé statistique qui recense, à une date donnée, les stocks d'avoirs et d'engagements financiers des résidents à l'égard des non-résidents. La PEG et la balance des paiements constituent ensemble les comptes extérieurs d'une économie. Ces comptes permettent de mesurer le degré d'intégration d'un pays au sein de l'économie mondiale. Ils fournissent également des indications pour l'analyse de la stabilité financière d'un pays et en particulier pour l'évaluation de la soutenabilité de la dette extérieure. La situation des comptes extérieurs présente aussi un intérêt majeur pour la politique économique car elle peut avoir une incidence sur certaines variables liées à la politique monétaire telles que le taux de change et le taux d'intérêt. A leur tour, ces variables affectent aussi les comptes extérieurs à travers les effets de valorisation.

Pour rappel, jusqu'en 2002, les obligations statistiques du Luxembourg, dans le domaine de balance des paiements et de position extérieure globale, ont été assurées par l'Institut belgo-luxembourgeois du change (IBLC). A la suite de la troisième phase de l'UEM, l'IBLC a cessé ses activités au 31 décembre 2002. La responsabilité de l'établissement de la PEG du Luxembourg a été confiée à la BCL par la loi du 28 juin 2000 modifiant l'arrêté grand-ducal du 10 novembre 1944.

Méthodologie

Sur le plan méthodologique, la position extérieure globale du Luxembourg est établie conformément aux recommandations internationales contenues dans la cinquième édition du Manuel de balance des paiements, publié par le Fonds Monétaire International. Ce manuel recommande que les différents avoirs et engagements financiers extérieurs soient en principe évalués au prix du marché et qu'ils soient classés conformément au compte d'opérations financières de la balance des paiements. Toutefois, comme le reconnaît le manuel lui-même, dans la pratique, il n'est pas toujours possible d'évaluer certaines composantes au prix du marché. Pour la PEG du Luxembourg, et comme pour la plupart d'autres pays, la valeur comptable inscrite au bilan des entreprises sert à déterminer la valeur du stock d'investissements directs ou de portefeuille dans certains cas. Cette valeur comptable correspond parfois au prix courant du marché, mais aussi parfois au coût d'acquisition ou à la valeur nominale.

La classification de différents avoirs et engagements financiers extérieurs est basée sur le compte d'opérations financières de la balance des paiements. On distingue d'abord les avoirs des engagements financiers vis-à-vis de l'étranger. La différence entre les avoirs et les engagements représente la position nette. Les avoirs et engagements se subdivisent en investissements directs, en investissements de portefeuille, en autres investissements et en avoirs de réserve.

La position extérieure globale du Luxembourg à fin 2002

Au 31 décembre 2002, les avoirs financiers du Luxembourg à l'égard de l'étranger sont estimés à 1 894 milliards d'euros alors que les engagements financiers sont évalués à 1 872 milliards d'euros. La position extérieure nette, c'est-à-dire la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs, se chiffre à 21,5 milliards d'euros, soit 96 % du PIB nominal du Luxembourg pour l'année 2002. A titre de comparaison, à fin 2002, la position extérieure nette de la zone euro atteint 4,1 % du PIB de la zone euro. Comparée aux autres pays industrialisés, la position extérieure nette du Luxembourg paraît donc relativement élevée. Elle est toutefois le résultat logique des excédents courants accumulés par l'économie luxembourgeoise au cours du temps.

Les résultats pour les différentes composantes d'avoirs et engagements financiers du Luxembourg à l'égard du reste du monde se présentent comme suit:

Tableau 21 *La position extérieure globale du Luxembourg à fin 2002*

(en millions d'euros)

	<i>Créances</i>	<i>Engagements</i>	<i>Position nette</i>
Position extérieure globale	1 894 085	1 872 598	21 487
1. Investissements directs	525 678	511 071	14 607
2. Investissements de portefeuille	880 518	933 593	-53 075
2.1 Titres de participation	290 833	810 086	-519 253
2.2 Titres de dette	589 685	123 507	466 178
2.2.1 Obligations	501 985	95 197	406 789
2.2.2 Instruments du marché monétaire	87 700	28 310	59 389
3. Produits dérivés	7 407	126	7 281
4. Autres investissements	480 311	427 808	52 503
5. Avoirs de réserve	171		171

1. Les investissements directs entre le Luxembourg et l'étranger

Dans le domaine des investissements directs, le Luxembourg affiche une position nette créditrice évaluée à près de 15 milliards d'euros. L'encours d'investissements directs réalisés par des entités luxembourgeoises à l'étranger est estimé à 526 milliards d'euros. La part des participations au capital social représente 77 % de cet encours. Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg est estimé à 511 milliards d'euros dont 86 % des participations au capital social des entreprises résidentes. Lorsqu'on examine les différentes formes d'investissements directs, il apparaît que la position nette créditrice du Luxembourg résulte surtout de l'encours des prêts consentis par les entreprises luxembourgeoises. Au niveau des participations au capital social, le Luxembourg est bénéficiaire net d'investissements directs, puisque l'encours des participations dans des sociétés étrangères se chiffre à 407 milliards d'euros contre 440 milliards pour les participations des étrangers au capital social des entreprises luxembourgeoises.

En termes de répartition sectorielle, soulignons le fait que les montants repris pour les investissements directs en général sont, pour près de 90 %, constitués d'encours des sociétés holdings/soparfi. Si on exclut ces sociétés, le secteur bancaire reste prédominant pour les investissements directs venant de l'étranger. La prédominance de ce secteur est le reflet de la spécialisation de l'économie luxembourgeoise dans les services d'intermédiation financière. En revanche, les investissements luxembourgeois à l'étranger concernent les secteurs autres que les banques.

L'analyse de l'origine et de la destination des investissements directs révèle que l'essentiel (80 %) des investissements directs de l'étranger provient des pays non membres de la zone euro. Pour les investissements directs à l'étranger, 50 % sont effectués hors de la zone euro. Au niveau de la position nette, le Luxembourg présente une position créditrice vis-à-vis de la zone euro alors que cette même position est fortement débitrice hors zone euro. Cela permet de conclure que le Luxembourg constitue un point d'entrée dans la zone euro pour les investisseurs étrangers résidant hors de cette zone. En d'autres termes, si une société établie hors zone euro souhaite investir dans un pays X de la zone euro, elle transitera par le Luxembourg (en y créant une société financière à qui elle cédera ses participations dans l'entreprise qu'elle aura créée dans le pays X) avant d'atteindre sa destination finale.

Enfin, en ce qui concerne l'évaluation des différents encours d'investissements directs, il convient de noter que les données pour les sociétés holdings et soparfi (qui, rappelons-le, représente près de 90 % des encours) ont été estimées par cumul de flux historiques depuis 1995. Pour les secteurs autres que les holdings/soparfi, les encours 2002 ont été estimés à partir des données provisoires sur les stocks 2001 (collectées grâce à l'enquête annuelle ad hoc), ajustées des flux enregistrés en 2002.

2. La position-titres

Concernant les titres, le Luxembourg présente une position nette débitrice d'environ 53 milliards d'euros à fin 2002. Les créances des résidents, sous forme de titres étrangers, sont évaluées à 880 milliards d'euros à fin 2002. La structure du portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents se compose ainsi: 57 % d'obligations et titres assimilés, 33 % d'actions et parts d'OPC, 10% d'instruments du marché monétaire. La part détenue par les institutions financières monétaires luxembourgeoises (BCL exclue) dans ce portefeuille de titres étrangers est de 28 %.

A fin 2002, l'encours des titres luxembourgeois détenus par les non-résidents est estimé à 933 milliards d'euros dont 87 % représentent les titres de participation (parts d'OPC essentiellement), le reste étant des titres de dette émis majoritairement par les établissements de crédit.

3. Les autres investissements et les avoirs de réserve

En ce qui concerne les autres investissements, la position nette est positive et est estimée à 52,5 milliards d'euros au 31 décembre 2002. Il convient de noter que pour cette composante, la position nette varie fortement selon les secteurs résidents. Ainsi, hors avoirs de réserve, les autorités monétaires ont une position nette négative (-18,5 milliards) résultant des engagements nets vis-à-vis de l'Eurosystème. Par contre, les institutions financières monétaires (hors BCL) ont une position nette positive (+44,6 milliards d'euros) étant donné que leur encours de crédits aux non-résidents (406 milliards) dépasse de loin l'encours des dépôts (361,5 milliards) des non-résidents. De même, les «autres secteurs» présentent une position nette créditrice, leurs dépôts à l'étranger (54,8 milliards) dépassant largement les prêts reçus de l'étranger (30,8 milliards d'euros). En ce qui concerne les crédits commerciaux, les entreprises luxembourgeoises présentent une position nette positive de 833 million d'euros.

Enfin, les avoirs de réserve de la BCL s'élèvent à 171 millions d'euros à fin 2002, dont 137 millions d'euros pour la position de réserve au FMI, 25 millions d'euros d'avoirs en or et 9 millions d'euros sous forme de DTS.

1.2.11 Projections macro-économiques

Les dernières projections macro-économiques de la BCL datent de mi-mai et ont été élaborées dans un contexte géopolitique et économique particulier. Malgré la fin de la guerre contre l'Iraq, les retombées positives tardaient à se concrétiser. La résolution partielle des conflits politiques ne s'était notamment pas encore matérialisée dans un regain d'optimisme des agents économiques et le climat d'incertitude, présent depuis le 11 septembre 2001, semblait peser davantage sur les décisions de consommation et d'investissement. La situation conjoncturelle s'est en effet aggravée au deuxième trimestre de l'année et la croissance du PIB dans la zone euro a fléchi de 0,1 % sur base trimestrielle, avec cinq des six grandes économies ayant vu leur activité reculer.

Evolutions récentes

Depuis lors, les nouvelles venant des indicateurs à court terme sont devenues plus encourageantes. Une tendance d'embellie conjoncturelle s'est annoncée dans les enquêtes de conjoncture depuis juillet. Elle s'est au fur et à mesure confirmée dans des statistiques basées sur les réalisations effectives, d'abord dans la production industrielle, puis dans la première estimation d'Eurostat pour la croissance du PIB réel dans la zone euro pour le 3^e trimestre. Ces développements, qui ont été parallèlement suivis d'une hausse des marchés des actions ainsi que d'une réduction de la volatilité sur les marchés financiers, semblent indiquer que la reprise économique, quoique graduelle, est amorcée. Elle devrait également s'affermir lors des prochains tri-

mestres selon les résultats des exercices de projections de l'Eurosystème et de la Commission Européenne. De surcroît, les craintes quant à une reproduction de la reprise échouée, telle qu'on l'avait vécue en 2002 dans la zone euro, se sont largement dissipées.

Au Luxembourg, les comptes nationaux révisés du STATEC pour 2002 ont confirmé le scénario initial, c'est-à-dire une croissance du PIB réel très faible pour la deuxième année consécutive. Néanmoins, des signes tangibles d'amélioration conjoncturelle au troisième trimestre de 2003 ont également émergé chez nous. La production industrielle devrait notamment avoir renoué avec la croissance au troisième trimestre selon les statistiques préliminaires. Si le dynamisme de la demande internationale au niveau mondial va se répercuter sur le carnet de commandes et les perspectives des exportations, le redressement conjoncturel repose-rait sur des bases plus stables. Dans le secteur bancaire, les signes de reprise sont moins clairs. Certes, le processus de la compression des coûts via une réduction du personnel et une maîtrise des salaires est encore en cours, mais il ne s'est à ce stade pas encore soldé par une amélioration des résultats. Cependant, l'évolution endogène, abstraction faite d'éléments non récurrents en 2002, est devenue plus positive au troisième trimestre. La clé de la réussite réside au niveau des revenus sur commissions et c'est notamment de ce côté qu'on a pu détecter un redressement timide au troisième trimestre 2003. Cette évolution est sans doute à mettre au compte de la performance récente des marchés des actions et de la réduction de la volatilité des marchés financiers. Un abaissement continu de l'incertitude

devrait favoriser le retour des investisseurs et contribuer à diminuer leur réticence à s'engager dans des transactions financières.

Hypothèses

Les projections macro-économiques de la BCL sont élaborées dans le cadre de l'exercice commun à l'Euro-système dont les résultats pour la zone euro sont publiés dans les bulletins mensuels de la BCE des mois de juin et décembre. Le scénario macro-économique international est celui d'une amorce de la reprise économique dans la zone euro au troisième trimestre 2004 qui se confirmerait l'année prochaine (pour plus de détails sur les perspectives de la zone euro, voir point 1.1.6).

Une des hypothèses-clé dans l'élaboration de projections macro-économiques pour le Luxembourg est la

demande internationale qui s'adresse aux entreprises luxembourgeoises. Si la plupart des conjoncturistes s'accordent sur un redressement économique dans la zone euro, ceci est de bonne augure pour les exportations du Luxembourg et de ce fait pour la croissance de l'économie en général. La variation de la demande internationale qui s'adresse au Luxembourg découle de la moyenne de la variation des importations de nos partenaires commerciaux pondérée selon leur part dans les exportations du Luxembourg. Le tableau ci-dessous indique que, du fait de leur poids, ce sont surtout les rythmes de croissance de nos pays voisins qui devraient offrir le soutien requis aux exportations luxembourgeoises. Le scénario luxembourgeois s'insère dans le scénario plus large d'une reprise générale des échanges extérieurs après trois années consécutives de très faible croissance.

Tableau 22 Importations de biens de nos partenaires commerciaux et demande internationale adressée au Luxembourg (en taux de variation annuel)

Pays	Poids	2001	2002	2003	2004	2005
Allemagne	26,3	0,5	3,9	1,6	5,2	5,6
France	18,0	1,0	1,4	0,6	4,6	6,7
Belgique	16,7	-0,5	-0,4	-0,5	2,5	4,1
Pays-Bas	7,3	1,7	-1,1	-0,9	4,3	5,5
Italie	5,2	0,6	0,8	0,5	5,5	6,3
Royaume-Uni	6,3	5,4	3,8	0,5	4,9	6,2
Etats-Unis	6,9	-3,3	3,9	4,0	6,0	6,3
Suisse	9,1	0,2	-2,6	2,3	6,2	2,2
Espagne	1,6	3,3	1,5	6,4	7,2	8,8
Autriche	0,9	4,8	0,4	2,8	6,0	7,7
Japon	1,8	0,1	2,2	4,2	6,1	6,7
Demande internationale ²⁷		0,6	1,5	1,1	4,8	5,4

Sources: Commission Européenne, Calculs BCL

L'assouplissement monétaire a conduit à des conditions de financement très favorables depuis plusieurs trimestres. Les taux d'intérêt nominaux à court terme sont à un niveau historiquement bas et les taux d'intérêt réels à court terme au Luxembourg sont proches de zéro. Bien qu'elles n'arrivent à elles seules pas à relancer l'investissement et la consommation privés, les

conditions de financement ne constituent certainement pas une pierre d'achoppement à l'heure actuelle. Tel semble aussi être le constat que l'on peut tirer des enquêtes trimestrielles de la BCL relatives à l'octroi de crédits par les banques. Elles relèvent certes un durcissement des conditions de crédit, mais essentiellement via une demande accrue de garanties. D'autres

²⁷ La moyenne sur les années 1991 à 2001 est de 5,1%.

hypothèses sous-jacentes à nos projections sont celles relatives au prix du pétrole et au taux de change dollar/euro qui sont utilisées simultanément dans les prévisions d'inflation (voir point 1.2.1.1.).

A l'instar de la zone euro, on peut admettre, au niveau national, une absence de déséquilibres majeurs qui pourraient compromettre la croissance économique bien que ceci se base sur des données au mieux partielles. Rares sont en effet les éléments qui laisseraient croire à un surendettement des entreprises non-financières ou des ménages. Si cette hypothèse n'était pas vérifiée, cela se traduirait vraisemblablement par une volonté de purger les excès du passé via une réduction des dettes, qui irait alors aux dépens de nouvelles activités. Dans ce cas, l'ajustement au niveau du marché de l'emploi aurait probablement déjà été plus violent. Il en est de même pour les ménages, qui auraient vraisemblablement freiné davantage leurs dépenses et notamment celles liées aux biens durables. En somme, il est admis que les conditions domestiques sont assez saines, malgré une compression des profits au cours des dernières années et offrent une bonne base à la relance économique.

Projections

L'économie luxembourgeoise devrait connaître une troisième année consécutive de faible croissance en 2003 et la reprise ne devrait être que graduelle et lente. A moyen terme, la trajectoire de la croissance serait déterminée par la demande internationale qui va en s'accéléralant et qui poserait les fondements pour un avenir plus propice. La dissipation de l'incertitude, la stabilisation des marchés financiers ainsi qu'une progression de la demande domestique sous-tendent également ce scénario. Bien que l'économie luxembourgeoise croîtrait davantage que celles des pays voisins ou de la zone euro, un retour vers les taux de croissance des années fastes de la fin de la décennie précédente n'est pas projeté. En effet, il n'est guère vraisemblable qu'une dynamique de croissance qui était favorisée surtout, d'une part, par le développement de l'industrie des fonds d'investissements et, d'autre part, par la bulle spéculative sur les marchés des actions, ne se reproduise de si tôt.

Pour ce qui est des composantes domestiques de l'optique dépenses du PIB, la consommation privée jouit toujours de fondamentaux favorables. Bien que la décéléralation de l'emploi national est en cours, le mar-

ché du travail ne s'est pas drastiquement ajusté au ralentissement conjoncturel. Le pouvoir d'achat des ménages se trouve protégé par le mécanisme d'indexation des salaires; de plus, une croissance des salaires réels a été observée et est intégrée dans nos projections. Le revenu disponible des ménages a de plus été dopé par les réformes fiscales de 2001 et 2002 mais qui ne se sont guère traduites en une consommation privée plus dynamique. Au contraire, lors d'une période caractérisée par une incertitude liée aux conflits géopolitiques et à un accroissement du chômage, l'épargne de précaution a pu prendre le dessus. Une fois cette période passée, le potentiel d'une demande en attente pourrait constituer un facteur de relance supplémentaire.

La consommation publique demeurerait également expansive selon les estimations du gouvernement et le projet de budget 2004. Par rapport aux projections de printemps de la BCL, il y a eu lieu de réviser légèrement à la baisse la croissance de la consommation publique pour 2003 et 2004, mais le recul des recettes ne s'est à ce stade pas encore soldé par une modération plus importante des projets de dépenses publiques. La forte progression de l'emploi en 2003 ainsi que la croissance des transferts sociaux en nature en 2003 et 2004 en seraient les forces motrices.

En ce qui concerne la formation brute de capital fixe, elle bénéficie des programmes d'investissement public, qui demeurent expansifs tels que projetés par le programme pluriannuel des dépenses en capital du gouvernement. L'élément clé demeure en revanche l'investissement privé non-résidentiel, source d'augmentation des capacités de production de l'économie. Par le passé, il a subi les conséquences du comportement attentiste des chefs d'entreprises, aussi bien en raison des incertitudes politiques que des craintes liées à la reprise et à la vigueur de la demande future. De même, la dégradation de la marge de profit tant en 2001 qu'en 2002 et probablement aussi en 2003, a également laissé des traces. Selon les enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie, les entreprises auraient notamment abaissé leurs dépenses d'investissement en 2003 par rapport à ce qu'elles avaient encore prévu en fin 2002. Avec la reprise de la demande, la volonté d'investissement devrait également marquer son retour. Pour ce qui est de l'investissement en logement, la hausse des autorisations de bâtir depuis la fin 2002, tout comme les conditions de financement favorables accouplées à l'expansion des

crédits immobiliers constituent des facteurs de soutien à une dynamique qui semble toujours profiter d'un déséquilibre entre l'offre et la demande de logements.

En revanche, la reprise économique telle que projetée est largement conditionnelle à la dynamique du commerce international, en particulier à la demande internationale qui tirerait les exportations du Luxembourg. Tel est en tout cas le scénario central pour les exportations de biens et certaines catégories de services. Pour ce qui est des exportations de services financiers, elles dépendent en partie de l'évolution des marchés boursiers. En cette matière, les développements récents sur les marchés financiers ont déjà été très favorables, ce qui devrait également générer des répercussions positives sur les exportations de services dans un contexte conjoncturel global porteur.

Les retombées favorables de la demande internationale seraient par contre susceptibles d'être contrebalancées par l'appréciation récente de l'euro par rapport au dollar. Bien que le commerce extérieur du Luxembourg s'effectue essentiellement avec des pays de la zone euro, l'appréciation du taux de change risque d'affecter les exportateurs luxembourgeois via le canal indirect, c'est-à-dire la concurrence accrue des producteurs hors de la zone euro sur les marchés d'exportation du Luxembourg. Ce facteur de compétitivité risque en revanche dans une première étape d'influer essentiellement sur les prix à l'exportation et non sur les volumes exportés. La détérioration de la compétitivité-prix serait donc résorbée dans les prix et de ce fait également dans la marge de profit des entreprises exportatrices luxembourgeoises.

Bien qu'on puisse ainsi escompter une accélération du commerce international à partir de la deuxième moitié de l'année, un acquis de croissance très faible et un

premier semestre 2003 atone limiteront l'expansion en 2003. Selon les projections de la BCL, le PIB réel devrait connaître une progression de l'ordre de 0,8-1,4 % en 2003 pour s'accélérer à environ 1,7 à 2,7 % en 2004. Au fond, le scénario global demeure inchangé. Ces prévisions sont légèrement plus pessimistes par rapport à ce qui avait été prévu au printemps en raison essentiellement d'un deuxième trimestre très faible aussi bien au Luxembourg que dans les pays voisins.

Dans ce contexte de croissance molle, l'ajustement de l'économie luxembourgeoise a été relativement lent, tant au niveau du marché de l'emploi, que de l'inflation et des finances publiques.

La thésaurisation du travail dans plusieurs secteurs de l'économie luxembourgeoise, comme la forte croissance de l'emploi salarié en 2003 dans le secteur public au sens large, ont probablement limité une décélération plus rapide de l'emploi. Inversement, et en dépit de la reprise conjoncturelle, la croissance économique ne devrait pas être suffisamment forte pour créer assez d'emplois afin de stopper la progression du chômage.

L'inflation, bien qu'en voie de modération, ne devrait également décélérer que très lentement. D'une part, le scénario concernant le prix du pétrole en euros est devenu moins favorable qu'au printemps. Et d'autre part, des mesures sur la fiscalité indirecte ont été annoncées et empêcheraient un recul de l'inflation plus significatif. D'un autre côté, une accélération n'est néanmoins pas projetée avec l'embellie conjoncturelle. Une inflation importée modérée, favorisée entre autres par l'appréciation de l'euro par rapport au dollar, ainsi que des coûts salariaux unitaires en décélération devraient limiter la croissance future des prix à la consommation. Celle-ci tomberait en moyenne en dessous des 2 % en 2004.

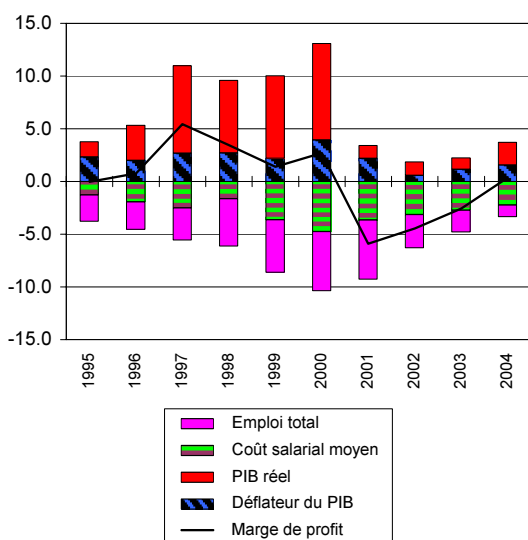
Tableau 23 Projections pour le Luxembourg (en taux de variation annuel, sauf pour le taux de chômage)

	2001	2002	2003	2004	2005
PIB réel	1,2	1,3	0,8-1,4	1,7-2,7	2,4-3,6
Coût salarial moyen	3,7	3,2	2,7	2,2	3,3
Emploi salarié	5,9	3,3	2,1	1,1	1,2
Taux de chômage	2,6	3,0	3,8	4,5	5,2
IPCN	2,7	2,1	2,1	1,7	1,7
Echelle mobile des salaires	3,1	2,1	2,1	1,4	2,3

Sources: BCL

Graphique 46

Décomposition de la marge de profit brut²⁸



Source: BCL

Analyse des risques

Si nous tablons sur une reprise conjoncturelle, plusieurs éléments sont pourtant susceptibles de mettre en doute la vigueur et la soutenabilité de la reprise. En l'absence de déséquilibres domestiques majeurs, les risques liés à notre scénario central sont essentiellement du côté de l'environnement international. Un nouveau retard de la reprise conjoncturelle ou une éventuelle amorce moins dynamique entraîneraient une révision à la baisse de la demande internationale. Alors que l'économie de la zone euro présente des fondements relativement sains, tel n'est pas nécessairement le cas partout. La croissance fulgurante enregistrée aux deuxième et troisième trimestres aux Etats-Unis reposait en partie sur des éléments non récurrents, tels que les dépenses pour le financement de la guerre contre l'Iraq et les réductions de la taxation directe pour les ménages. Une fois ces éléments neutralisés, la situation semble plus nuancée. Au regard des déséquilibres existants, en particulier les déficits jumeaux et l'endettement très élevé des ménages, les Etats-Unis font planer un risque sur l'économie mondiale, bien que constituant par ailleurs un moteur essentiel de croissance. L'ajustement pourrait provenir de plusieurs fronts: une demande interne Outre-Atlantique plus faible ou une nouvelle vague de dépréciation du dollar – les deux pesant, directement ou indirectement, sur les exportations des entreprises luxembourgeoises.

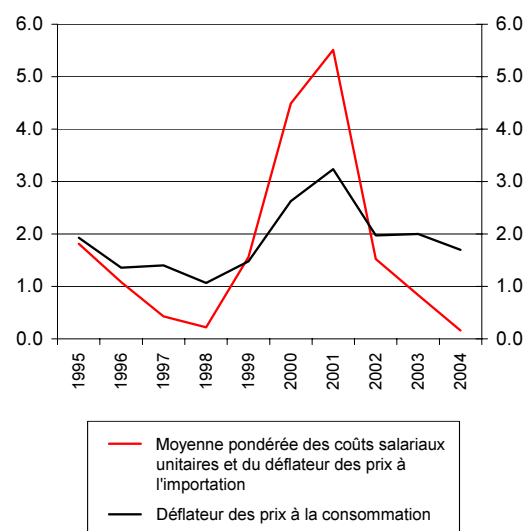
1.2.12 Les finances publiques

Le Gouvernement a déposé le projet de budget 2004 à la Chambre des Députés le 10 septembre 2003. Compte tenu des amendements présentés le 26 novembre, le besoin de financement de l'Etat central se limiterait à 84 millions d'euros, malgré une très nette décélération de la croissance des recettes. Ce résultat serait imputable à une progression des dépenses totales limitée à 2% par rapport au budget définitif de 2003, qui serait elle-même la conséquence d'une diminution de 19% des dépenses en capital.

Comme indiqué dans le précédent Bulletin et dans un récent avis de la BCL, la présentation budgétaire officielle est conceptuellement assez éloignée des pratiques inhérentes au système SEC 95 des comptes

Graphique 47

Inflation et ses déterminants (en taux de variation annuel)



Source: BCL

28 La marge de profit est approchée par la différence entre la croissance du PIB nominal, décomposée en deux composantes prix et volume, et la variation de la rémunération des salariés, décomposée en coût salarial moyen et emploi total.

européens. Pour rappel, ce système comptable constitue la référence ultime des mécanismes de surveillance budgétaire multilatérale au niveau européen, en particulier lorsqu'il s'agit de vérifier le respect des valeurs de référence du Traité de Maastricht. Deux ajustements permettent de rapprocher la présentation budgétaire de la méthodologie SEC 95, qui offre l'avantage de présenter une image plus exhaustive de la situation budgétaire de l'Etat central.²⁹ Le premier ajustement, qui est de loin le plus important, consiste à consolider les opérations des fonds spéciaux et le budget de l'Etat central au sens strict. Il s'agit concrètement de déduire des dépenses de

l'Etat les dotations aux fonds, et d'y ajouter les dépenses prévues de ces derniers. Le second ajustement se traduit par une diminution du montant des recettes. Le produit de la vente de participations à la SNCI pour un montant de 30 millions d'euros ne constitue en effet pas une recette au sens du SEC 95. A l'issue de ces deux ajustements, le solde budgétaire de l'Etat central se monterait à 3,4 % du PIB en 2004, du moins en cas d'exécution intégrale des dépenses des fonds.³⁰ Par ailleurs, la croissance des dépenses totales s'établirait à 4,5 %, ce qui excède nettement la progression qui résulte de la présentation officielle.

Tableau 24 Situation budgétaire de l'Etat central selon la présentation officielle et après les ajustements comptables

(en millions d'euros)

	Projet de budget 2004 amendé ³¹	Ajustement 1: fonds spéciaux	Ajustement 2: vente de participations	Projet de budget ajusté	Taux de croissance présentation officielle	Taux de croissance présentation ajustée
Recettes	6 392,5	+236,5	-30,0	6 599,0	+0,7%	+1,2%
Recettes courantes	6 242,7	+207,2		6 449,9	-1,0%	-0,1%
Recettes en capital	149,8	+29,3	-30,0	149,1	+237,4%	+122,9%
Dépenses	6 476,7	+932,4		7 409,1	+2,0%	+4,5%
Dépenses courantes	5 809,7	+209,8		6 019,5	+5,2%	+5,0%
Dépenses en capital	667,0	+722,5		1 389,5	-19,4%	+2,5%
Solde	-84,2	-695,9	-30,0	-810,1	--	--
dont solde courant	433,0	-2,6		430,4	--	--
dont solde en capital	-517,2	-693,3	-30,0	-1 240,4	--	--

Sources: Ministère des Finances (projet de budget 2004), amendements gouvernementaux, calculs BCL.

Notes: L'ajustement des dépenses dans la troisième colonne du tableau correspond à la différence entre les dépenses programmées des fonds spéciaux et les dotations de l'Etat central aux mêmes fonds. Pour davantage de détails sur la méthodologie appliquée, voir l'avis de la BCL sur le projet de budget 2004 de l'Etat luxembourgeois, disponible sur le site Internet www.bcl.lu. L'ajustement relatif à une tranche de 80 millions de l'emprunt que l'Etat se propose de contracter en 2004 n'est plus de mise, car le renoncement à cette tranche constitue l'un des amendements gouvernementaux au projet de budget 2004.

29 Les calculs figurant dans le présent Bulletin ne visent pas à procéder à l'ensemble des ajustements requis par le système SEC 95, ce qui exigerait l'accès à de nombreuses données non disponibles à ce stade. Seuls deux ajustements sont mis en exergue. Les ajustements au SEC 95 qui ne sont pas considérés ici se rapportent notamment aux transactions financières et aux amortissements de la dette intégrés au budget officiel ou encore au mode d'imputation temporelle des dépenses ou des recettes, qui diffère en fonction du système comptable considéré. Les comptes des administrations publiques de l'année 2004, calculés en plein accord avec la méthodologie SEC 95, seront élaborés par le STATEC au printemps 2005.

30 Ce chiffre diffère des 3,7% qui figuraient dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2004. La différence n'est pas due au traitement de la tranche de 80 millions de l'emprunt devant être contracté en 2004, qui n'aurait de toute manière aucun effet sur le solde budgétaire ajusté calculé par la BCL. Cette divergence de 0,3% du PIB est en fait attribuable à la révision à la hausse des recettes estimées par le gouvernement pour 2004.

31 Il s'agit du projet de budget 2004 amendé tel qu'il a été présenté par le gouvernement le 26 novembre 2003.

Ce déficit de 3,4 % ne constitue que le point de départ de l'estimation, par la BCL, du déficit de l'Etat central en 2004. Comme l'indique le tableau ci-dessous ce déficit se monterait à 2,8 % du PIB en 2004' serait donc inférieur au montant de 3,4 % qui résulte des deux ajustements comptables décrits au tableau ci-dessus. Il faut y voir l'incidence de deux pratiques adoptées par la BCL.

La première pratique concourt à accroître le déficit projeté de l'Etat central. Les amendements gouvernementaux reposent en effet sur l'hypothèse d'un accroissement des recettes à concurrence de 83 millions par rapport aux montants correspondants, estimés lors de l'élaboration du budget initial. La révision est particulièrement significative en ce qui concerne les recettes de TVA, puisqu'elle se monte à quelque 80 millions d'euros. La BCL a pour sa part maintenu inchangées ses projections de recettes, sur la base de diverses considérations. D'une part, la Cour des comptes a, dans son récent avis, procédé à un examen détaillé des prévisions de recettes du gouvernement telles qu'elles figuraient au projet de budget 2004 initial, soit avant l'adoption des amendements gouvernementaux. Elle parvenait à la conclusion qu'«à la lumière des estimations effectuées et des perspectives conjoncturelles, certaines recettes fiscales prévues au projet de budget 2004 reposent [donc] sur des hypothèses trop optimistes et devront faire l'objet d'un ajustement approprié». La Cour en appelait en particulier à une grande prudence dans l'estimation des recettes de TVA. Si l'arrivée sur le marché luxembourgeois de grands fournisseurs de services Internet permet à l'Etat d'enregistrer

de substantielles recettes additionnelles, la pérennité de ces dernières n'est nullement assurée. Des propositions législatives que la Commission européenne envisage de présenter pourraient en effet donner lieu à une perception de la TVA en fonction du lieu de résidence des consommateurs de services, ce qui réduirait à néant les nouvelles recettes. Par ailleurs, les soldes de TVA à rembourser par l'Etat se sont nettement accrus en 2002 et en 2003. Selon la Cour des comptes, il s'agit là d'une dette implicite de l'Etat à l'égard des personnes physiques et morales, qui risque d'hypothéquer les recettes nettes de TVA dans les années à venir.

La seconde pratique qui préside aux projections de la BCL donne lieu à une nette amélioration du solde de l'Etat central. Il a en effet été supposé que les dépenses des fonds spéciaux prévues en annexe du projet de budget 2004 ne seront exécutées qu'à concurrence de 90 % en 2004. Calculé selon cette méthode, le besoin de financement de l'Etat central passerait de 2,8 % en 2004 à quelque 3,3 % du PIB en 2005. Cette évolution découlerait pour l'essentiel de l'incidence d'une vente de biens immobiliers par l'Etat central. La vente serait menée à bien en 2004 et porterait sur un montant total de 67 millions d'euros. Elle permettrait d'amoindrir le déficit de l'Etat à raison de 0,3 % du PIB en 2004. Cependant, une telle transaction est par définition non récurrente de sorte qu'à politique inchangée, elle devrait mécaniquement donner lieu à une hausse de 0,3 % du PIB du besoin de financement de l'Etat central en 2005. Le reste de la détérioration postulée pour 2005 résulterait d'une progression significative des dépenses d'investissement.

Tableau 25 *Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises*

(En pourcentages du PIB)

	2001	2002	2003 ^e	2004 ^p	2005 ^p
Ensemble des administrations publiques					
Recettes totales	45,7	47,0	46,8	45,7	45,1
Dépenses totales	39,6	44,5	47,3	47,7	47,9
Déficit (-) ou surplus (+)	6,2	2,4	-0,5	-2,0	-2,8
Solde apuré de la conjoncture	5,0	1,8	-0,5	-1,7	-2,4
Soldes des sous-secteurs					
Etat central	3,1	-0,2	-1,9	-2,8	-3,3
Communes	0,2	0,2	-0,2	-0,6	-0,7
Sécurité sociale	2,9	2,4	1,7	1,4	1,2

Sources: Ministère des Finances (projet de budget 2004), IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.
e: estimations.
p: projections.

Pour rappel, le respect de la valeur de référence de 3 % du PIB prévue par le Traité de Maastricht ne s'effectue nullement sur la base de ce déficit de 3,3 % du PIB. La valeur de référence se rapporte en effet à un solde plus global qui, outre l'Etat central, incorpore la sécurité sociale et les communes. Or la sécurité sociale devrait présenter un surplus significatif au cours de la période de référence. Cet excédent tendrait cependant à se réduire, puisqu'il se limiterait à 1,2 % du PIB en 2005 alors qu'il atteignait encore 2,9 % en 2001. Cette dégradation est dans une large mesure le reflet de la croissance soutenue des dépenses, qui relève, d'une part, de facteurs structurels – tels que les progrès de la technologie médicale ou encore la hausse du nombre d'ayants droit – et, d'autre part, d'une accumulation de mesures discrétionnaires, à savoir le relèvement des pensions dans le sillage du Rentendesch, le rehaussement des allocations familiales, l'instauration d'un forfait d'éducation ou encore le relèvement et l'indexation des honoraires des médecins et dentistes. La diminution des traditionnels surplus de la sécurité sociale serait encore exacerbée par un net ralentissement de la croissance des recettes de cotisations sociales dans un environnement économique devenu moins porteur depuis 2001.

La diminution du surplus observée en 2004 serait pour l'essentiel imputable à l'assurance maladie-maternité, dont le déficit courant serait passé de 37 millions d'euros en 2003 à 96 millions d'euros en 2004 à politique inchangée³². Il en aurait résulté un écart de 83 millions d'euros entre le patrimoine des caisses de maladie et le fonds de roulement légal. Ces déficits ont en définitive été comblés en 2004, puisque l'assurance maladie-maternité va bénéficier d'un transfert non récurrent de

130 millions d'euros en provenance du régime général de pensions, au titre des dépenses additionnelles ayant été supportées par les caisses de maladie dans le cadre des procédures de mise en invalidité. Cependant, il ne s'agit là que d'un transfert interne à la sécurité sociale, qui ne contribuera nullement à améliorer le solde budgétaire de cette dernière. Les participants à la réunion tripartite du 24 novembre dernier ont certes abouti à un accord en vertu duquel cinq mesures structurelles seraient adoptées afin de combler le déficit des caisses de maladie au-delà de 2004, mais ces dispositions n'ont pas été prises en compte dans les projections faute de données sur leurs retombées budgétaires précises. Si les cinq mesures envisagées sont de nature à freiner la hausse des dépenses, elles ne devraient néanmoins pas modifier fondamentalement la situation budgétaire de la sécurité sociale. Ces mesures sont en effet assez ciblées puisqu'elles se rapportent pour l'essentiel aux seules indemnités pécuniaires de maladie, qui ne représentent que 11 % des dépenses totales de l'assurance maladie-maternité et 0,7 % du PIB.

Les communes enregistreraient à politique inchangée un déficit significatif, tant en 2004 qu'en 2005, du fait notamment d'une sensible diminution du produit de l'impôt commercial communal. En outre, la diminution des recettes collectées par l'Etat central pourrait affecter les communes par un autre biais, à savoir le transfert en provenance du fonds communal de dotation financière. Ce dernier transfert dépend en effet dans une large mesure du rendement de trois impôts collectés par l'Etat,³³ dont la progression devrait ralentir en raison d'un contexte macro-économique maussade de 2001 à 2004.

³² Source: UCM.

³³ La dotation au fonds est définie par un montant forfaitaire fixe ainsi que par trois quotes-parts de 18, 10 et 20% du produit de trois impôts, à savoir (i) l'impôt sur le revenu des personnes physiques fixé par voie d'assiette et l'impôt retenu sur les traitements et salaires; (ii) la taxe sur la valeur ajoutée et (iii) la taxe sur les véhicules automoteurs.

Hypothèses de base des projections de finances publiques

Les projections de finances publiques ont été établies en conformité avec les autres projections macro-économiques de la BCL, qui sont décrites par ailleurs. Ces dernières se caractérisent notamment par un taux de croissance du PIB de l'ordre de 0,8 à 1,4 % en 2003, qui devrait atteindre de 1,7 à 2,7 % en 2004 et de 2,4 à 3,6 % en 2005. 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, des données du projet de budget 2004 et de l'évolution des arriérés d'impôts des établissements de crédit. Il convient de souligner l'importante volatilité des impôts directs à charge des sociétés, dont le produit comprend de substantiels soldes d'impôts relatifs aux années antérieures. Or l'évolution future de ces soldes est difficile à cerner. Selon les projections de la BCL, les impôts directs à charge des sociétés rapporteraient aux administrations publiques luxembourgeoises l'équivalent de 8,1, 6,9 et 6,5 % du PIB en 2003, 2004 et 2005, respectivement. Leur montant demeurerait appréciable en 2003 du fait de la collecte d'importants arriérés d'impôts. Du fait de l'épuisement progressif des soldes d'impôts liés aux années antérieures et de l'impact retardé du ralentissement conjoncturel et de la réforme fiscale adoptée en 2001, les impôts à charge des sociétés subiraient cependant un sensible recul en 2004 et, dans une moindre mesure, en 2005.

Le produit des autres impôts a généralement été inféré à partir d'un indicateur reflétant l'évolution de la base imposable et au moyen d'un coefficient d'élasticité. Ainsi, l'indicateur relatif aux cotisations sociales et à l'impôt sur les traitements et salaires est la masse salariale. Les impôts indirects sont quant à eux essentiellement estimés sur la base de l'évolution projetée de la consommation privée. Au cours de la dernière décennie, les impôts indirects ont manifesté une plus grande volatilité que les prélèvements liés à la masse salariale. C'est le cas tant pour les recettes communes UEBL que pour la TVA, dont le produit est affecté par le mécanisme des soldes à rembourser. Dans son récent avis sur le projet de budget, la Chambre de commerce a d'ailleurs souligné «le caractère instable et éphémère de plusieurs catégories de recettes engendrées par les impôts indirects». Les estimations de recettes relatives à 2003 ont été calibrées afin de garantir leur compatibilité avec l'évolution des recettes effectivement perçues par l'Etat central au cours des neuf premiers mois de l'année.

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 (voir l'analyse reprise dans le présent Bulletin). L'estimation de la rémunération des agents de l'Etat intègre le mécanisme d'indexation, une dérive salariale de 1,5 % par an et la hausse des salaires prévue dans le dernier accord salarial (+1,6 % en 2003 et en 2004). Par hypothèse, les traitements réels des agents de l'Etat ne progresseraient que de 0,5 % en 2005. Enfin, le nombre d'agents ne s'accroîtrait que faiblement en 2004, du fait de la mise en œuvre du gel de l'embauche dans la fonction publique. La croissance des investissements publics a été estimée sur la base du projet de budget, du programme pluriannuel des dépenses en capital et de l'évolution des dépenses d'investissement des communes observée depuis 1990. Enfin, la plupart des autres dépenses ont été estimées à partir du projet de budget 2004 et à l'aune de leur évolution au cours de la dernière décennie. Il a pas ailleurs été supposé que les dépenses des fonds spéciaux seront en moyenne exécutées à raison de 90 % des montants prévus à l'annexe du projet de budget 2004.

A politique inchangée et conditionnellement aux hypothèses décrites ci-joint (voir l'encadré), le solde des administrations publiques luxembourgeoises, qui constitue la référence ultime dans le cadre de la surveillance multilatérale des politiques budgétaires au niveau européen, passerait de 6,2 % du PIB en 2001 à -2,8 % en 2005. Il accuserait donc une dégradation équivalente à quelque 9 % du PIB en l'espace de quatre

années. Ce résultat n'est que partiellement imputable à un contexte économique difficile, puisque le solde budgétaire corrigé des variations conjoncturelles se serait dans le même temps dégradé de plus de 7 % du PIB.

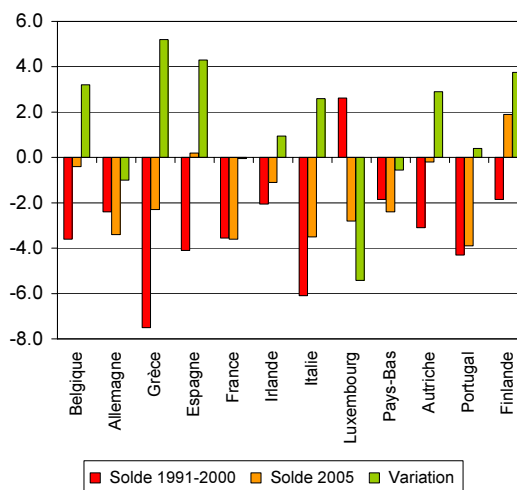
Le Luxembourg verrait également sa situation se dégrader par rapport à ses partenaires de la zone euro. Alors qu'il se caractérisait traditionnellement par une

situation budgétaire extrêmement favorable avant 2001, le Luxembourg figurerait en effet parmi les cinq pays dont le déficit budgétaire serait le plus élevé en 2005. Le besoin de financement des administrations publiques luxembourgeoises se rapprocherait en effet dangereusement de la valeur de référence de 3 % du PIB. En l'absence de mesures nouvelles, un dépassement de cette valeur est d'ailleurs de l'ordre du possible. Ainsi, une croissance du PIB inférieure de 0,3 % par an aux taux projetés par la BCL sur l'horizon 2003 à 2005 donnerait lieu à un déficit égal à 2,2 % du PIB en 2004 et à 3,1 % en 2005. D'éventuelles moins-values fiscales – occasionnées par exemple par un ralentissement plus marqué que prévu du remboursement des arriérés d'impôts ou par une accélération de l'apurement des soldes de TVA à rembourser – de même qu'un dérapage des dépenses donneraient évidemment lieu à un résultat similaire, ce qui illustre les risques inhérents à un besoin de financement proche de la valeur de référence de 3 %.

De surcroît, une telle situation réduirait à néant la marge de manœuvre requise afin de faire face à des risques à plus long terme ou de nature plus diffuse. Il s'agit par exemple de la forte hausse tendancielle des dépenses de pension et de santé, du financement de nouvelles infrastructures ou de la mise en œuvre d'initiatives visant à favoriser la diversification économique du Luxembourg ou à pallier les conséquences d'éventuels chocs macro-économiques. Ces derniers, qui sont habituellement exacerbés dans un pays de petite dimension, pourraient notamment découler du présent contexte géopolitique, de marchés financiers moins dynamiques qu'escompté ou d'éventuelles initiatives des pays voisins en matière fiscale. Par ailleurs, comme le fait remarquer le Conseil d'Etat dans son dernier avis sur le projet de budget, le mode d'indemnisation du chômage des travailleurs frontaliers pourrait à terme être révisé, en vertu d'un accord politique obtenu à l'occasion du Conseil Emploi et Affaires Sociales de l'Union européenne du 20 octobre 2003. Même s'ils ont pu être fortement circonscrits, les coûts potentiels pour l'Etat luxembourgeois n'en demeurent pas moins significatifs. Enfin, une marge de manœuvre budgétaire trop étreinte ne permettrait même pas de laisser jouer les stabilisateurs automatiques si d'aventure un nouveau ralentissement économique devait survenir en 2005. Les autorités seraient alors contraintes d'appliquer une politique budgétaire pro-cyclique afin de respecter la valeur de référence de 3 %.

Graphique 48

Soldes budgétaires des administrations publiques dans les pays de la zone euro (En pourcentages du PIB)



Source: Prévisions d'automne de la Commission européenne, BCL pour le Luxembourg.

Notes: Les soldes relatifs à la période 1991-2000 sont des moyennes arithmétiques des soldes budgétaires des administrations publiques (Etat central, communes, sécurité sociale), tels qu'ils ont été enregistrés de 1991 à 2000 en conformité avec le système comptable SEC 95. Les soldes 2005 résultent des prévisions d'automne de la Commission pour l'ensemble des pays sauf le Luxembourg et des projections de la BCL en ce qui concerne le Luxembourg. Pour rappel, la Commission prévoit un déficit des administrations publiques luxembourgeoises égal à 2,5% du PIB en 2005.

Un besoin de financement élevé constitue de surcroît une menace pour la situation patrimoniale de l'Etat. Le ratio de la dette publique au PIB est nettement plus bas au Luxembourg que dans les autres pays de la zone euro. En outre, les administrations publiques luxembourgeoises possèdent de substantiels actifs, à savoir la réserve budgétaire, les réserves des fonds spéciaux et de la sécurité sociale ou encore un important portefeuille de participations. Cependant, ce dernier portefeuille ne peut être aisément mobilisé, car comme l'indique la Cour des comptes dans son récent avis sur le projet de budget, il répond davantage à des préoccupations de politique économique qu'à des objectifs de placement financier. Il convient également de

souligner qu'une vente de participations de l'Etat ne concourt pas à améliorer le solde des administrations publiques calculé selon les règles du système SEC 95. En d'autres termes, une liquidation du portefeuille de participations ne permettrait nullement de desserrer la contrainte que constituerait un déficit trop proche de la limite de 3 % du PIB. Les avoirs des fonds d'investissement pourraient quant à eux être épuisés dans un avenir proche. Selon la Cour des comptes, ce serait le cas dès 2006 si les dépenses des fonds continuent à excéder nettement les dotations de l'Etat central à ces mêmes fonds, tandis que la Chambre de commerce souligne dans son récent avis sur le projet de budget que les actifs de certains fonds seront épuisés dès 2005. Ce point de vue est d'ailleurs implicitement

confirmé par le programme pluriannuel des dépenses en capital 2003-2007. Ce dernier, qui a été présenté par le Ministre du Trésor et du Budget le 17 novembre dernier, prévoit en effet d'attribuer aux fonds du rail et des routes le produit d'emprunts successifs de 150 millions d'euros en 2005, 2006 et 2007.³⁴ Enfin, le principal actif des administrations publiques, à savoir la réserve de compensation du régime général de pensions, ne peut être assimilé à un avoir en tant que tel. Cette réserve s'est certes montée à 23 % du PIB à la fin de 2002.³⁵ Cependant, ce montant est nettement inférieur à l'engagement implicite qu'induit le déphasage prévisible entre les prestations de pension futures et les recettes du régime général de pensions, du moins à taux de cotisations et à prestations inchangés.

³⁴ *Pour rappel, le fonds des routes et le fonds du rail se verraient déjà attribuer le produit de l'emprunt devant être contracté par l'Etat en 2004.*

³⁵ *Selon le Rapport général sur la sécurité sociale 2002, élaboré par l'IGSS, la réserve du régime général de pensions se serait en effet montée à 5 176 millions d'euros au 31 décembre 2002.*