



Luxembourg, le 15 décembre 2003

**PRESENTATION DU BULLETIN 2003/3 DE LA BANQUE CENTRALE DU  
LUXEMBOURG – 15 DECEMBRE 2003**

**LA SITUATION ECONOMIQUE DANS LA ZONE EURO**

Les dernières données publiées confirment une reprise de l'activité économique dans la zone euro. La croissance de 0,4% du PIB au troisième trimestre reflète le fort dynamisme de l'économie mondiale qui devrait se poursuivre l'année prochaine.

Les récentes projections de l'Eurosystème sont indiquées ci-dessous :

**Tableau 1 : Projections macroéconomiques pour la zone euro (variations annuelles en pourcentage)**

	2002	2003	2004	2005
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
IPCH	2,3	2,0 / 2,2	1,3 / 2,3	1,0 / 2,2

Source: Eurosystème

Le Conseil des gouverneurs de la BCE s'attend à une amélioration de la demande intérieure. La consommation privée devrait être soutenue par les effets positifs des termes de l'échange dus à l'appréciation de l'euro intervenue précédemment. Avec le décalage habituel, elle devrait également bénéficier d'un renforcement de la croissance de l'emploi. L'investissement productif devrait se redresser



progressivement, sous l'effet essentiellement du dynamisme de la demande externe, du bas niveau des taux d'intérêt et de conditions de financement généralement favorables. En outre, il devrait bénéficier des efforts d'ajustement des entreprises pour accroître la productivité et la rentabilité.

Globalement, le Conseil des gouverneurs prévoit la poursuite d'une reprise graduelle de l'économie de la zone euro au cours des prochains trimestres, embellie qui devrait se généraliser et s'intensifier au cours de l'année prochaine et de l'année suivante. Les risques entourant ce scénario semblent être équilibrés. À plus long terme, le Conseil des gouverneurs demeure préoccupé par la possibilité que des déséquilibres extérieurs dans certaines régions du monde viennent compromettre le caractère durable de la croissance économique mondiale.

S'agissant des prix, les informations les plus récentes corroborent les prévisions antérieures. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le rythme annuel d'inflation, mesuré par l'IPCH, serait de 2,2 % en novembre, après 2,0 % en octobre. L'inertie des taux d'inflation aux alentours de 2 % devrait se maintenir au cours des mois à venir. En raison de l'évolution défavorable des prix des produits alimentaires, de l'évolution des cours du pétrole et des relèvements programmés de la fiscalité indirecte et des prix administrés, les taux d'inflation ne fléchiront ni aussi rapidement, ni aussi fortement que ce qui était prévu précédemment.

Toutefois, un certain nombre de facteurs devraient venir atténuer les tensions inflationnistes à moyen terme. Tout d'abord, étant donné l'appréciation de l'euro intervenue précédemment, les prix à l'importation devraient contribuer à ce mouvement. Deuxièmement, les tensions sur les coûts intérieurs devraient rester

modérées. En particulier, la croissance des salaires devrait être contenue dans un contexte de reprise qui, au stade actuel, serait progressive. Cependant, les indicateurs de marché concernant les anticipations d'inflation ont affiché une certaine tendance à la hausse au cours des derniers mois.

## **LA SITUATION ECONOMIQUE AU LUXEMBOURG**

Nous présentons ci-dessous un état des lieux des principaux secteurs économiques, avant de présenter les plus récentes projections macroéconomiques de la BCL. Nous enchaînerons ensuite avec nos projections en matière de finances publiques et avec quelques commentaires relatifs au projet de budget 2004 amendé et à la 5<sup>e</sup> actualisation du programme de stabilité.

### **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 1,7% au premier trimestre par rapport au trimestre précédent, elle avait chuté de -0,5% au second, pour rebondir au troisième trimestre avec 2,2% de croissance.

Cependant, en octobre et en novembre, et contrairement à la zone euro, la dégradation du climat conjoncturel a été sévère et l'indicateur de confiance a connu deux chutes qui sont de mauvais augure pour le quatrième trimestre 2003.

## Construction

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. Le bâtiment se porte également moins bien en 2003, la production par jour ouvrable affichant un recul de 7,7% lors des neuf premiers mois par rapport à la même période de l'année précédente. Les enquêtes de conjoncture indiquent aussi un recul de la demande en matière de construction (bâtiment et génie civil) 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.

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.

Pour ce qui est du bâtiment non-résidentiel par contre, l'avenir semble moins prometteur. 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.

## **Commerce et autres secteurs**

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.

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.

## **Secteur financier**

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 : 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 relativiser 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.

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

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 a évidemment souffert des conditions incertaines présentes sur les marchés financiers (-6,6%) sur 12 mois. La baisse observée en variation annuelle cache cependant un redressement du solde sur commissions par rapport aux deux premiers trimestres de l'année en cours.

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 contenir la pression sur les résultats nets. 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. L'évolution à la baisse 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.

## Tableau : Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois<sup>1)2)</sup>

### Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois<sup>1)2)</sup>

		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.

BCL

### Perspectives pour l'économie luxembourgeoise

L'économie luxembourgeoise devrait connaître une troisième année consécutive de faible croissance en 2003 et la reprise ne devrait être que graduelle et lente par la suite. 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. Un retour vers les taux de croissance des années fastes de la fin de la décennie précédente n'est pas projeté. Ainsi, selon les projections de la BCL, le PIB réel du Luxembourg 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 et davantage en 2005. Ces prévisions sont légèrement plus pessimistes par rapport à ce qui avait été prévu en printemps en raison essentiellement d'un deuxième trimestre très faible aussi bien au Luxembourg que dans les pays voisins. Cependant, la physionomie du scénario global demeure inchangée.

En dépit de la reprise conjoncturelle, la croissance économique ne devrait pas être suffisamment forte pour générer un volume d'emplois suffisant pour arrêter la hausse du chômage. Ce dernier pourrait dès lors s'établir à 4,5% de la population active en 2004 et à 5,2% en 2005. La thésaurisation du travail observée dans le passé dans plusieurs secteurs de l'économie luxembourgeoise devrait également freiner la création d'emplois.

L'inflation au Luxembourg, bien qu'en voie de modération, ne devrait décélérer que très lentement. D'une part, le scénario concernant le prix du pétrole en euros est devenu moins favorable qu'au printemps. D'autre part, des mesures touchant la fiscalité indirecte ont été annoncées et empêcheraient un recul plus significatif de l'inflation. Une accélération de l'inflation 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 tant dans la zone euro qu'au Luxembourg devraient limiter la croissance future des prix à la consommation. Celle-ci tomberait en moyenne en dessous des 2% en 2004 et demeurerait inférieure à ce niveau en 2005. Notre conclusion, déjà reprise dans le précédent bulletin, selon laquelle 2004 ne verrait pas l'échéance d'une indexation automatique des salaires demeure intacte.



Tableau : 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
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

Source : BCL

Les risques liés à nos projections sont essentiellement du côté de l'environnement international.

### Finances publiques

Les **projections d'automne de la BCL** en matière de finances publiques sont présentées au tableau qui suit.

**Tableau : Projections d'automne de la BCL : Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises (En pourcentages du PIB)**

	2001	2002	2003e	2004p	2005p
<b>Ensemble des administrations publiques</b>					
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
<b>Soldes des sous-secteurs</b>					
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

Source : Ministère des Finances (projet de budget 2004), IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.

e : estimations.  
p : projections.

Les projections de la BCL indiquent qu'à politique inchangée, les confortables excédents des administrations publiques vont vraisemblablement laisser la place à un besoin de financement à partir de 2003. Le déficit atteindrait 2% du PIB en 2004 et se rapprocherait, avec 2,8%, du seuil des 3% du PIB en 2005.

La détérioration des finances publiques luxembourgeoises ne serait que partiellement attribuable à l'affaiblissement de la conjoncture économique. Apuré de l'impact de cette dernière, le solde des administrations publiques demeurerait en effet nettement déficitaire, à raison de 2,4% du PIB en 2005. Pour rappel, le solde corrigé des cycles conjoncturels se soldait encore par un excédent de 5% du PIB en 2001.

La détérioration de la situation budgétaire des administrations publiques serait essentiellement imputable à une nette hausse du ratio des dépenses au PIB. Après avoir déjà fortement progressé en 2002, ce dernier s'établirait à 47,9% du PIB en 2005 sous l'effet d'une hausse des transferts sociaux et des investissements publics toujours soutenue au cours de la période 2003-2005. Après avoir culminé à 47% du PIB en 2002, les recettes reviendraient quant à elles à 45,1% du PIB en 2005. Cette évolution est due dans une large mesure aux impôts directs perçus auprès des sociétés (impôt commercial communal, impôt sur le revenu des collectivités (IRC) et impôt de solidarité de 4% sur l'IRC). Une forte accélération de la collecte de ces impôts en 2002 laisserait en effet la place à une décélération sensible en 2004 et, dans une moindre mesure, en 2005.

Selon le **projet de budget 2004 amendé**, 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.

Il convient cependant de souligner que le déficit du pouvoir central, tel qu'il est calculé dans le cadre du système comptable SEC 95, serait nettement plus élevé. Pour rappel, la présentation budgétaire traditionnelle fait abstraction de l'importante divergence entre les dépenses effectives des fonds spéciaux et les dotations de l'Etat central à ces fonds. En outre, le produit de la vente de participations de l'Etat à la SNCI, qui atteindrait 30 millions d'euros en 2004, est retranché des recettes dans le cadre du SEC 95.

**Tableau : Situation budgétaire de l'Etat central selon la présentation officielle et après les ajustements comptables (En millions d'euros)**

	Projet de budget 2004 amendé	Ajustement 1 : fonds spéciaux	Ajustement 2 : vente de participations	Projet de budget ajusté	Taux de croissance officiel	Taux de croissance ajusté
<b>Recettes</b>	<b>6392,5</b>	<b>+236,5</b>	<b>-30,0</b>	<b>6599,0</b>	<b>+0,7%</b>	<b>+1,2%</b>
Recettes courantes	6242,7	+207,2		6449,9	-1,0%	-0,1%
Recettes en capital	149,8	+29,3	-30,0	149,1	+237,4%	+122,9%
<b>Dépenses</b>	<b>6476,7</b>	<b>+932,4</b>		<b>7409,1</b>	<b>+2,0%</b>	<b>+4,5%</b>
Dépenses courantes	5809,7	+209,8		6019,5	+5,2%	+5,0%
Dépenses en capital	667,0	+722,5		1389,5	-19,4%	+2,5%
<b>Solde</b>	<b>-84,2</b>	<b>-695,9</b>	<b>-30,0</b>	<b>-810,1</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
<i>dont solde courant</i>	433,0	-2,6		430,4	--	--
<i>dont solde en capital</i>	-517,2	-693,3	-30,0	-1240,4	--	--

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

Le Gouvernement a récemment présenté la **cinquième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg**. Les hypothèses macro-économiques qui

ont présidé à l'élaboration du programme paraissent empreintes de réalisme. Par ailleurs, le programme laisse augurer l'apparition de déficits des administrations publiques significatifs à partir de 2004. Ils atteindraient 1,8% du PIB en 2004 et 2,3% en 2005, alors que l'actualisation précédente tablait sur un léger déficit en 2005.

Le programme paraît cependant toujours relativement optimiste en ce qui concerne l'évolution des déficits des pouvoirs locaux, qui culmineraient à 0,2% du PIB en 2004 et en 2005. Or comme l'atteste le projet de budget 2004 de l'Etat central, le produit de l'impôt commercial communal, qui a représenté près de 40% des recettes des communes en 2002, devrait fortement diminuer en 2004.

Le programme repose par ailleurs sur l'hypothèse d'une réduction significative du ratio des dépenses des administrations publiques au PIB, qui passerait de 47,7% en 2003 à 47,2% en 2005 et 46,6% du PIB l'année suivante. Une telle évolution supposerait l'adoption de nouvelles mesures structurelles, susceptibles de limiter durablement et de façon significative l'accroissement des dépenses.

Enfin, selon les calculs de la BCL et de la Commission européenne, les administrations publiques présenteraient d'importants déficits structurels à partir de 2004. A l'inverse, le programme laisse augurer des soldes apurés excédentaires tout au long de la période 2002-2006.

## ANALYSES

### **LES TAUX D'INTERET DE DETAIL SUR LA PLACE DE LUXEMBOURG TELS QUE RECENSES PAR LA MISE EN PLACE D'UNE ENQUETE MENSUELLE**

Cette première analyse présente les résultats de l'enquête mensuelle sur les taux d'intérêt de détail, réalisée depuis janvier 2003 par la BCL. A la suite de la double baisse des taux directeurs de l'Eurosystème, à la fin des premier et second trimestres de cette année, l'ensemble des taux du marché monétaire a accusé une baisse supérieure à 75 points de base entre janvier et septembre 2003. Cette baisse ne s'est que partiellement répercutée sur les taux offerts par les banques de détail de la place luxembourgeoise, en particulier pour ce qui est des taux débiteurs.

### **LES TAUX DE CHANGE EFFECTIFS EN TANT QU'INDICATEURS DE COMPETITIVITE**

Le deuxième article met en lumière les évolutions des taux de change effectifs en tant qu'indicateurs de la compétitivité prix et coûts de l'économie luxembourgeoise. Il montre que les indicateurs de compétitivité prix, à savoir les prix à la consommation et les prix à la production, dépassent leur moyenne historique à la fin de la période sous revue, mettant en lumière une perte significative de compétitivité prix de l'économie luxembourgeoise vis-à-vis du groupe de 23 partenaires pris en considération. L'indicateur de compétitivité coûts, en l'occurrence les coûts unitaires de la main d'œuvre dans le secteur manufacturier, s'est aussi détérioré depuis le second trimestre 2002, mais reste en deçà de sa moyenne historique jusqu'au

premier trimestre 2003. L'article aboutit à la conclusion que les indicateurs de compétitivité prix et coûts en question évoluent globalement de concert ce qui tend à légitimer leur représentativité de la compétitivité prix et coûts de l'économie luxembourgeoise.

#### **LA SITUATION BUDGETAIRE DE L'ASSURANCE MALADIE-MATERNITE**

Finalement, la troisième analyse arrive à la conclusion que la situation budgétaire de l'assurance maladie-maternité tend à se dégrader. Selon l'UCM, le déficit courant des caisses de maladie aurait atteint 0,4% du PIB en 2004 à politique inchangée. Il en aurait résulté un patrimoine inférieur à raison de 83 millions au fonds de roulement légal minimum. Pour 2004, cette dégradation pourra en définitive être contrée, grâce à un transfert en provenance du régime de pensions. Les caisses de maladie risquent cependant d'être confrontées à de nouveaux déséquilibres après 2005, du fait d'une hausse tendancielle forte des dépenses de soins de santé. Du fait de cette progression soutenue, l'équilibre entre les dépenses et les recettes serait rompu en l'absence d'une croissance économique élevée. Les déficits associés donneraient lieu à des réserves inférieures au fonds de roulement légal minimum, ce qui exigerait l'adoption de nouvelles mesures à caractère structurel. Les mesures annoncées à l'occasion de la réunion du 24 novembre du comité de coordination tripartite constituent une première avancée en ce sens. Cependant, ces mesures se rapportent pour l'essentiel aux seules prestations pécuniaires de maladie, qui ne représentent que 11% du total des dépenses.