

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	13
1.1.4	Le taux de change de l'euro	14
1.1.5	L'évolution des prix à la consommation	14
1.1.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	15
1.1.7	Le commerce extérieur	18
1.1.8	La balance des paiements	20
1.1.8.1	Le compte des transactions courantes	20
1.1.8.2	Le compte financier	20
1.2	La situation économique au niveau de la Grande Région	22
1.3	La situation économique au Luxembourg	24
1.3.1	L'évolution des prix et des coûts	24
1.3.1.1	Les prix à la consommation	24
1.3.1.2	Les prix à la production industrielle	27
1.3.2	La comptabilité nationale	27
1.3.3	L'industrie	29
1.3.4	La construction	30
1.3.5	Le commerce et les autres secteurs	31
1.3.6	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	31
1.3.7	Le marché du travail	32
1.3.7.1	L'emploi	32
1.3.7.2	Le chômage	34
1.3.8	Le secteur financier	34
1.3.8.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	34
1.3.8.2	La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	35
1.3.8.3	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	38
1.3.8.4	Les taux d'intérêt de détail sur la place de Luxembourg tels que recensés par la mise en place d'une enquête mensuelle	40
1.3.8.5	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	42
1.3.8.6	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	43
1.3.9	Le commerce extérieur	45
1.3.10	La balance des paiements courants	46
1.3.10.1	Le compte courant	46
1.3.10.2	Le compte financier	46
1.3.11	Les projections macro-économiques	51
1.3.12	Les finances publiques	57

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 en 2003 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). Ainsi, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations princi-

pales 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 %.

Depuis lors, le Conseil des gouverneurs a décidé de maintenir les taux d'intérêt inchangés.

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

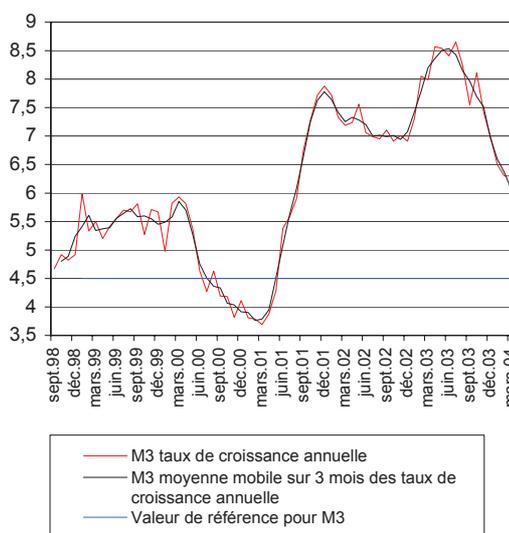
Source: BCE

En ce qui concerne l'analyse économique, les indicateurs conjoncturels indiquent que la reprise de l'activité économique s'est poursuivie en 2004, bien qu'à un rythme modéré. Parallèlement, les informations les plus récentes (notamment en matière de PIB au premier trimestre 2004 et d'enquêtes effectuées auprès des chefs d'entreprise) étayaient la perspective d'une poursuite du redressement progressif de l'activité dans la zone euro. La reprise de l'économie mondiale devrait soutenir les exportations de la zone euro et les conditions de financement favorables devraient soutenir l'investissement. S'agissant des perspectives en matière de prix, le renchérissement actuel du pétrole pourrait exercer des tensions sur la stabilité des prix à court terme.

En ce qui concerne l'analyse monétaire, en dépit d'un certain ralentissement depuis l'été 2003, la croissance annuelle de M3 est restée soutenue. Globalement, les taux de croissance annuelle de M3 ont augmenté jusqu'en juillet 2003 (taux de croissance annuelle de 8,7 %) et se sont ensuite repliés pour atteindre 5,6 % en avril 2004. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt continue de favoriser la croissance monétaire et celle du crédit.

Graphique 1

Croissance de M3 de la zone euro en %

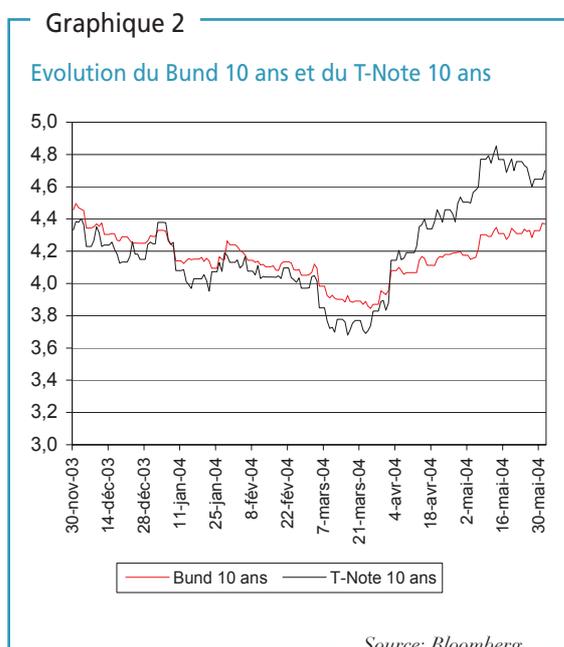


Source: BCE

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.

Le recoupement des analyses économiques et monétaires récentes indique que l'orientation actuelle de la politique monétaire demeure compatible avec le maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs a confirmé cette appréciation lors de sa réunion du 3 juin 2004 et a laissé les taux appliqués par l'Eurosystème au niveau historiquement bas pour désormais plus d'une année complète.

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme



Au cours du premier trimestre, les rendements publics à long terme se sont quelque peu repliés dans la zone euro et aux Etats-Unis. Cette évolution est due aux modifications des anticipations des opérateurs de marché quant à l'orientation de la politique monétaire et les perspectives légèrement moins optimistes en matière de croissance économique.

La baisse des rendements publics à long terme américains au premier trimestre semble avoir reflété les anticipations que la Fed maintiendrait les faibles niveaux actuels des taux directeurs pendant une période plus longue qu'attendu. Les données macroéconomiques, même si elles confortent toujours un scénario de croissance économique ferme, sont restées inférieures aux anticipations des investisseurs.

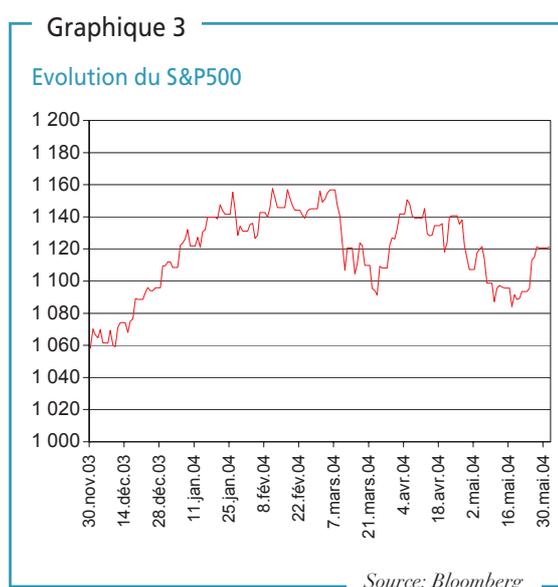
Dans la zone euro, les opérateurs anticipent également un maintien des taux de la BCE à leurs faibles niveaux

pendant une période plus longue qu'on ne le pensait précédemment. La publication de données macroéconomiques contrastées, ainsi que les inquiétudes des opérateurs quant à l'incidence de l'appréciation de l'euro sur les exportations de la zone euro ont contribué à la baisse des rendements des emprunts publics à long terme pendant les trois premiers mois de l'année.

Ensuite, les rendements publics à long terme ont progressé à partir d'avril. La hausse des rendements a été particulièrement prononcée aux Etats-Unis suite à la publication de données macroéconomiques meilleures qu'anticipé (principalement en matière d'emploi). Parallèlement, les investisseurs ont revu à la hausse leurs anticipations d'inflation. Dans la zone euro, les rendements des emprunts publics ont globalement suivi l'évolution des rendements publics américains, bien que la reprise des rendements à partir de la fin mars ait été plus modérée.

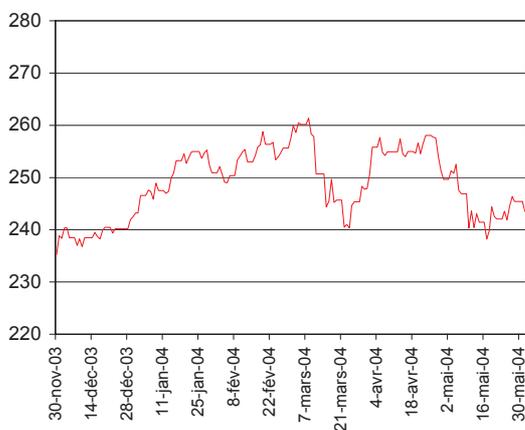
Entre fin décembre 2003 et le 1^{er} juin 2004, le rendement de l'emprunt public américain T-Note 10 ans a progressé de 45 points de base pour atteindre 4,70%. Pendant la même période, les rendements publics à long terme dans la zone euro (mesurés ici par l'emprunt allemand Bund 10 ans) ont progressé de 8 points de base, s'établissant à 4,37%.

1.1.3 Les marchés boursiers



Graphique 4

Evolution du EUROSTOXX BROAD

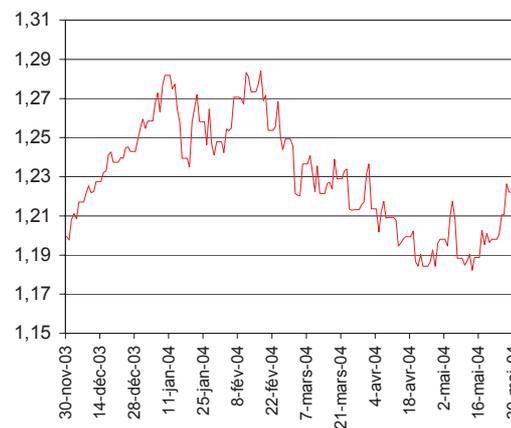


Source: Bloomberg

1.1.4 Le taux de change de l'euro

Graphique 5

Evolution du taux de change USD/EUR



Source: Bloomberg

Les cours boursiers ont progressé pendant les premiers mois de l'année en cours. Cette reprise des marchés s'est inscrite dans le cadre de signaux positifs sur le front des résultats d'entreprises pour le dernier trimestre 2003. Le recul concomitant des rendements obligataires à long terme devrait également avoir favorisé la hausse des bourses.

En mars, la tendance à la hausse des cours boursiers s'est interrompue dans le sillage du regain d'incertitudes géopolitiques suite aux attentats de Madrid du 11 mars. Le recul a été particulièrement important en Europe et l'Eurostoxx est retombé à son niveau de fin 2003, annulant ainsi les gains substantiels enregistrés en janvier et en mars.

En avril, les cours boursiers ont fortement fluctué. D'un côté, les cours ont été soutenus par des données macroéconomiques globalement positives et l'amélioration des perspectives de bénéfice des entreprises au premier trimestre 2004. D'un autre côté, les marchés boursiers ont redouté un resserrement monétaire aux Etats-Unis.

En mai les marchés ont fléchi, fragilisés par la flambée des prix du pétrole et son potentiel impact sur la croissance économique et l'inflation. Finalement, les marchés ont rebondi pendant la dernière semaine de mai. Ainsi, en date du 1^{er} juin, le S&P500 et l'Eurostoxx Broad étaient pratiquement au même niveau que fin 2003.

L'euro a reculé face au dollar pendant les premières semaines de l'année 2004. Il a rebondi en février et temporairement passé le cap de 1,28 dollar pour se replier par la suite. Ce repli a eu lieu dans le sillage d'une série de déclarations publiques d'inquiétude quant aux possibles répercussions de l'évolution du dollar sur l'industrie exportatrice européenne.

L'euro a poursuivi son recul par rapport au dollar en mars et en avril en relation avec des informations confirmant le renforcement de la reprise économique aux Etats-Unis. Les chiffres encourageants sur l'emploi américain et la confiance des consommateurs ont été à la base de cette évolution.

En mai, l'euro s'est à nouveau raffermi par rapport au dollar malgré le renforcement des anticipations de hausse des taux de la FED. Le rebond de l'euro semble lié à la recrudescence des incertitudes géopolitiques en Iraq et à la publication de chiffres du PIB au premier trimestre supérieurs aux attentes dans la zone euro. Le PIB américain pour le premier trimestre 2004, quoique en nette hausse, est resté inférieur aux attentes. En date du 1^{er} juin 2004, l'euro est à un niveau de 1,2248 USD.

1.1.5 L'évolution des prix à la consommation

L'inflation de la zone euro, mesurée par le rythme de progression annuel de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) global, a reculé début 2004, en passant de 2,0% en décembre 2003 à 1,6% en

février 2004. Ensuite, le taux annuel de l'IPCH a progressé en mars et avril pour atteindre respectivement 1,7 % et 2,0 %.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le taux de variation annuel de l'IPCH de la zone euro serait de 2,5 % en mai 2004. Bien qu'aucune ventilation détaillée ne soit encore disponible, cette hausse semble imputable au récent renchérissement du pétrole ainsi qu'à un effet de base à la hausse touchant les produits pétroliers. A noter que cette estimation est entourée d'un certain degré d'incertitude en raison de son caractère provisoire.

Le taux de progression de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie a été moins volatil que l'inflation globale, se maintenant autour de 2 % au cours de la période sous revue.

La progression annuelle des prix des produits manufacturés hors énergie reste modérée au début de cette année, fluctuant entre 0,6 et 1,0 %, alors que le rythme de progression des prix des services est demeuré assez stable depuis la mi-2003, autour de 2,5 %.

Le taux de progression annuel des produits alimentaires non transformés a fléchi au cours des quatre premiers mois de l'année 2004, passant de 3,2 % en décembre 2003 à 1,6 % en avril de l'année en cours, témoignant de la dissipation progressive des incidences à la hausse de la canicule de l'été 2003. En revanche, les augmentations des prix du tabac dans plusieurs pays de la zone euro, imputables à des décisions d'accroître les taux de taxation sur ce produit, expliquent que le rythme de progression des produits alimentaires transformés reste élevé (3,9 % en avril 2004).

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

	2001	2002	2003	2003 avril	2003 mai	2003 juin	2003 juil.	2003 août	2003 sept.	2003 oct.	2003 nov.	2003 déc.	2004 janv.	2004 fév.	2004 mars	2004 avril	2004 mai
IPCH global	2,3	2,3	2,1	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,2	2,0	2,2	2,0	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5
<i>dont:</i>																	
Biens	2,3	1,7	1,8	1,5	1,4	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7	2,0	1,8	1,3	1,0	1,1	1,8	
<i>Alimentation</i>	4,5	3,1	2,8	2,3	2,4	2,9	3,0	3,1	3,6	3,6	3,9	3,6	3,1	2,7	3,1	3,0	
- Produits alimentaires non transformés	7,0	3,1	2,1	0,9	1,1	2,5	2,7	3,3	4,2	3,8	3,8	3,2	2,9	1,9	1,7	1,6	
- Produits alimentaires transformés	2,9	3,1	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,0	3,2	3,5	4,0	3,8	3,3	3,2	4,1	3,9	
<i>Produits manufacturés</i>	1,2	1,0	1,2	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8	1,1	0,9	0,4	0,2	0,1	1,2	
- Produits manufacturés hors énergie	0,9	1,5	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,8	0,7	1,0	
- Energie	2,2	-0,6	3,0	2,2	0,6	1,6	2,0	2,7	1,6	0,7	2,2	1,8	-0,4	-2,2	-2,0	2,0	
Services	2,5	3,1	2,5	2,9	2,5	2,5	2,3	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	2,5	2,6	2,5	2,5	
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,9	2,5	2,0	2,2	2,0	2,0	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	2,0	2,1	2,1	

Source: Eurostat

La contribution des prix de l'énergie à l'inflation globale a été baissière entre janvier et mars 2004, comme en témoignent les taux de progression négatifs de cette composante au cours de cette période. Cette incidence à la baisse des prix de l'énergie est essentiellement due à des effets de base favorables par rapport au début de l'année 2003.

Or, les cours du pétrole en euros ont augmenté depuis mars 2004. En outre, le mois d'avril 2004 a été marqué par un important effet de base défavorable lié au recul marqué des prix de l'énergie en avril 2003, suite au déclenchement du conflit en Irak. Ainsi, le rythme annuel de progression des prix de l'énergie est devenu positif en avril, s'inscrivant à 2,0 %. Puisque ces deux facteurs jouent

également un rôle au cours des prochains mois, l'inflation sera sujette à une certaine volatilité et elle devrait se maintenir au-dessus de 2 % durant les prochains mois. Au-delà de ces évolutions à court terme, les taux d'inflation devraient redevenir compatibles avec la stabilité des prix telle que définie par l'Eurosystème.

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 pour le premier trimestre 2004 (0,6 % en glissement trimestriel) semblent confirmer la poursuite de la reprise économique au sein de la zone qui

se renforce dans le sillage d'une croissance trimestrielle du PIB de 0,4 % en moyenne au second semestre 2003.

Il ressort de l'examen des composantes de la dépense que le raffermissement de la croissance trimestrielle affiché au premier trimestre 2004 provient principalement de la contribution des exportations nettes (0,4 p.p. après -0,3 p.p. au cours du dernier trimestre de 2003).

Plus précisément, cette importante part contributive des exportations nettes traduit un très vif redressement de la croissance des exportations (1,7 % après 0,1 % lors du trimestre précédent), en liaison avec le raffermissement de l'activité au niveau mondial, tandis que la progression des importations a décéléré en raison de la croissance encore modeste de la demande domestique (0,8 % après 1,1 %). En effet, le renforcement de l'apport de la dépense de consommation finale des ménages et des ISBLM à la croissance de la demande domestique au cours du trimestre sous revue (0,3 p.p.) a été en partie neutralisé par la part contributive négative de la formation des stocks (-0,1 p.p.), ainsi que par le recul observé du côté de la formation brute de capital fixe et de la dépense de consommation finale des administrations publiques.

Dans une optique prospective, la reprise amorcée depuis le second semestre de 2003 et qui s'est poursuivie au cours du premier trimestre de l'année en confirme le scénario de base retenu par l'Eurosystème, la Commission européenne² et l'OCDE, à savoir celui d'une amélioration graduelle de l'activité économique qui devrait se renforcer tout au long de 2004.

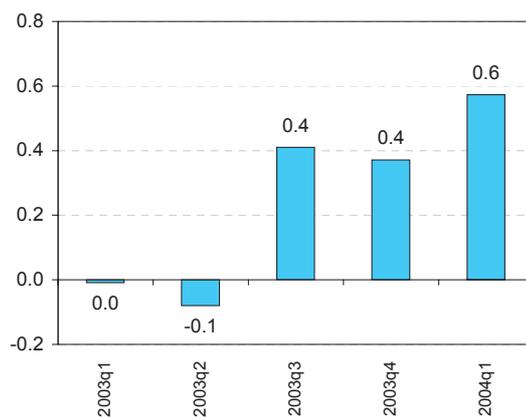
Un renforcement tant de la demande extérieure que de la demande domestique présiderait à cet élan de croissance. Plus en détail, l'Eurosystème estime que parmi les composantes de la demande domestique, la consommation privée progressera entre 1,0 % et 1,4 % et 1,4 % et 2,6 % respectivement en 2004 et en 2005. De fait, elle devrait bénéficier de la croissance du revenu disponible réel qui serait conforté par l'appréciation passée 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 0,9 % et de 1,9 %, et de 0,4 % et 1,4 % respectivement en 2004 et en 2005. Après avoir enregistré trois années de

baisse, la formation brute de capital fixe devrait à nouveau redémarrer en 2004 et significativement rebondir en 2005 (entre 0,7 % et 2,9 % en 2004 et entre 1,9 % et 5,1 % 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 3,2 %/6,0 % et de 5,0 %/8,2 % en 2004 et 2005 du côté des exportations et de 2,8 %/6,2 % et de 5,0 %/8,4 % en 2004 et 2005 du côté des importations).

Graphique 6

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

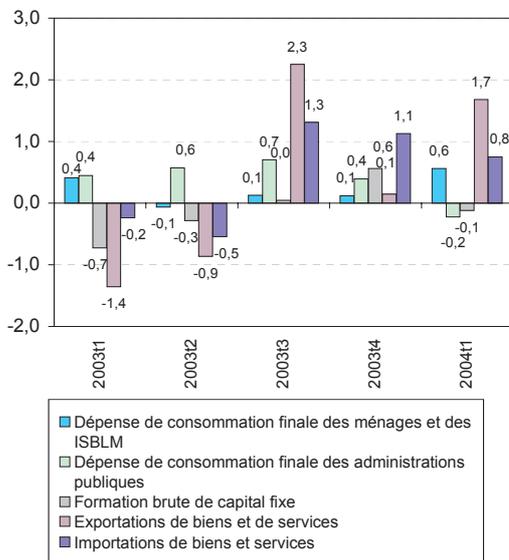


Source: Eurostat

² Les projections de la Commission européenne tablent sur une croissance trimestrielle du PIB située dans un intervalle de 0,3 % à 0,7 % au cours du deuxième trimestre 2004 et dans un intervalle de 0,4 % à 0,8 % au cours du troisième trimestre 2004.

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)

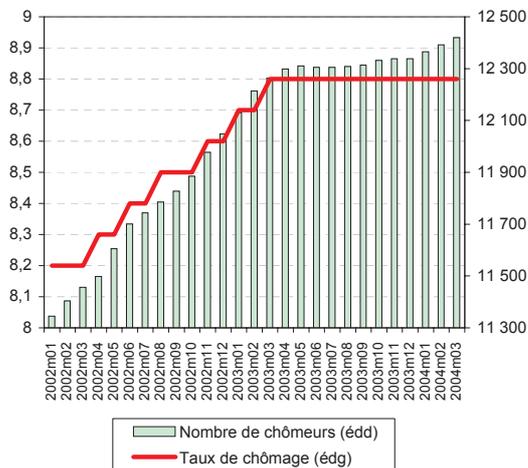
	2003	2004	2005
Projections de la Commission européenne			
PIB réel	0,4	1,7	2,3
Projections de l'OCDE			
PIB réel	0,5	1,6	2,4
Projections de l'Eurosystème (intervalles)			
PIB réel	0,5	1,4 / 2,0	1,7 / 2,7
Consommation privée	1,0	1,0 / 1,4	1,4 / 2,6
Consommation publique	2,0	0,9 / 1,9	0,4 / 1,4
Formation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

Sources: Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

Début 2004, la situation sur le marché du travail de la zone euro est demeurée stable à un faible niveau. Les statistiques du chômage ont continué de faire écho à la situation macroéconomique encore convalescente au sein de la zone depuis le début de l'année en cours. En effet, le nombre de personnes au chômage a augmenté tout au long du premier trimestre de 2004 pour s'établir à 12,4 millions de personnes. Toutefois, le taux de chômage est demeuré ancré depuis douze mois consécutifs à environ 9 % jusqu'en avril 2004.

Graphique 8

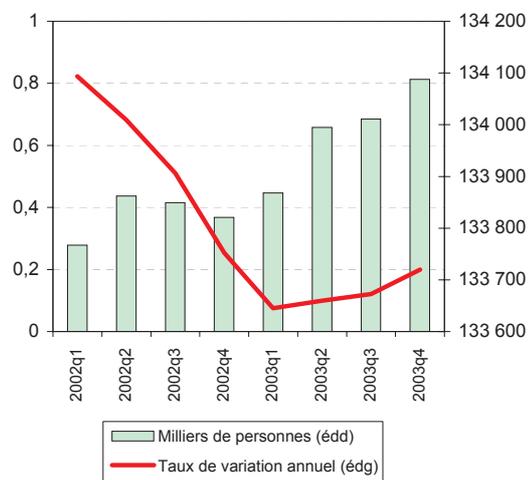
Nombre de chômeurs (milliers de personnes) et taux de chômage standardisé³ pour la zone euro (en % de la population active)



Source: Eurostat

Graphique 9

Variation annuelle et niveau de l'emploi total (milliers de personnes)



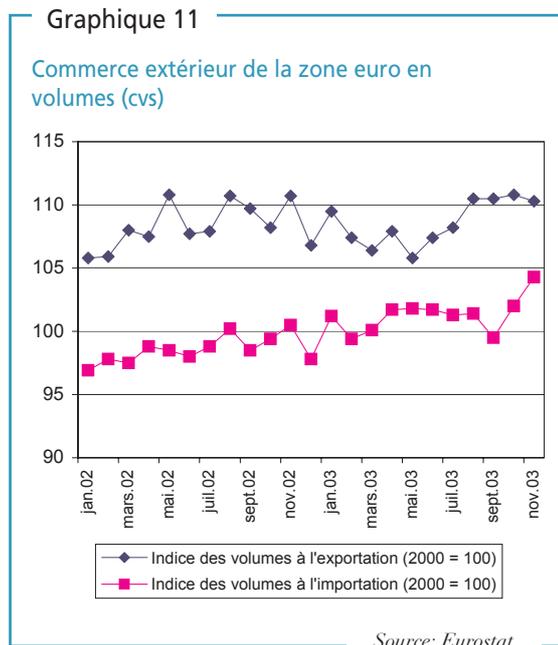
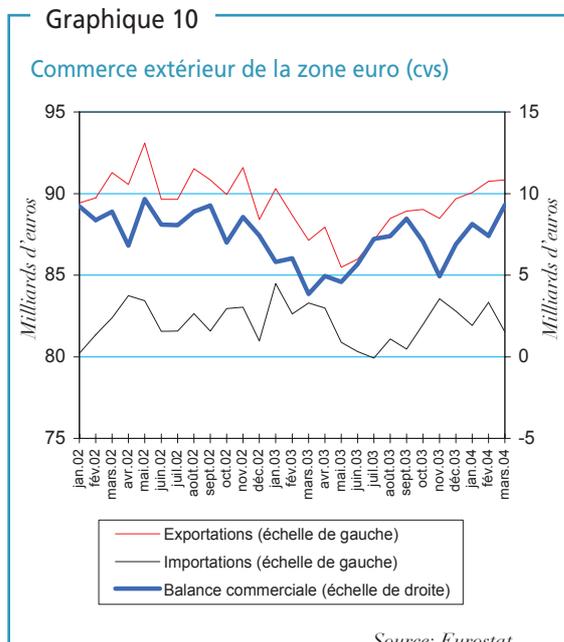
Source: Eurostat

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 quasi nulle tout au long de l'année 2003. Cette stabilisation fait suite à deux années de fléchissement graduel de la croissance annuelle de l'emploi, et devrait se répliquer au cours du premier trimestre de 2004. 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 au moins la première partie de 2004.

1.1.7 Le commerce extérieur

Au premier trimestre 2004, l'excédent du commerce extérieur de la zone euro a atteint 18,3 milliards d'euros en données brutes, comparé à un excédent de 7 milliards d'euros au même trimestre de 2003. L'analyse des données corrigées des variations saisonnières montre que l'excédent commercial de la zone euro poursuit, d'un mois à l'autre, sa tendance à la hausse entamée depuis mars 2003, rejoignant ainsi son niveau de début 2002. Cette amélioration du surplus commercial résulte essentiellement des exportations de biens qui ont enregistré une croissance de 4 % en données brutes au premier trimestre 2004 comparé au même trimestre de l'année 2003. Les exportations de la zone euro ont ainsi atteint 268,7 milliards d'euros sur l'ensemble du premier trimestre de cette année alors que les importations sont restées stables à 250,4 milliards d'euros. La bonne tenue des exportations de la zone euro résulte essentiellement de la reprise de la demande au niveau mondial.

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.



Les dernières données disponibles (jusqu'en décembre 2003) montrent que les exportations ont pu bénéficier d'une évolution favorable des prix, étant donné que l'indice des volumes à l'exportation est resté pratiquement stable depuis août 2003. En revanche, les importations ont connu une croissance régulière, en volumes, depuis septembre 2003 mais ont été handicapées par une évolution défavorable des prix. Ce dernier effet s'explique probablement par l'appréciation de l'euro qui a plus que compensé la hausse des prix des matières premières (exprimés en devises). Les termes de l'échange se sont donc améliorés depuis septembre 2003 en raison de la baisse plus prononcée de l'indice des prix à l'importation.

La croissance de 4 % enregistrée par l'ensemble des exportations au premier trimestre de cette année provient essentiellement des produits manufacturés ainsi que des machines et matériels de transport qui représentent ensemble 87 % du total des exportations de la zone euro. Les diminutions des livraisons à l'étranger ont été observées uniquement pour les produits alimentaires, boissons et tabac ainsi que pour les combustibles minéraux, lubrifiants et produits connexes.

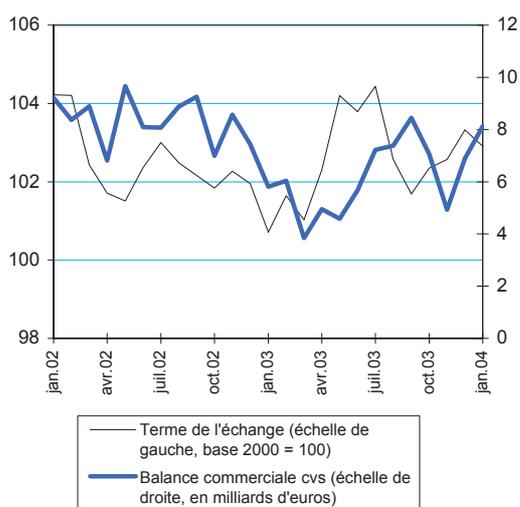
En ce qui concerne les principaux marchés, les exportations à destination des Etats-Unis (15 % des parts de marché) ont reculé de 1,6 % au premier trimestre de l'année 2004 comparé au même trimestre de 2003. Dans l'ensemble, les exportations à destination du continent américain ont diminué de près de 2 %. Les ventes à destination d'Asie (19 % des parts de marché) se sont fortement améliorées entre le premier trimestre 2004 et le même trimestre de 2003. Il en va de même pour les exportations à destination des autres pays européens non-membres de la zone euro qui représentent ensemble plus de 50 % des parts de marché.

Pour rappel, les importations de biens de l'ensemble de la zone euro sont restées stables à 250 milliards d'euros au premier trimestre 2004. Les diminutions des importations de produits alimentaires, boissons et tabac ainsi que celles des combustibles minéraux (produits pétroliers essentiellement) ont été compensées par les hausses des produits manufacturés et des autres produits.

Les baisses ont affecté les importations en provenance de tous les pays partenaires de la zone euro, à l'exception de celles en provenance de Chine, du Japon, des pays d'Europe de l'Est et de Russie.

Graphique 12

Evolution des termes de l'échange et du surplus commercial



Source: Eurostat

1.1.8 La balance des paiements

1.1.8.1 Le compte des transactions courantes

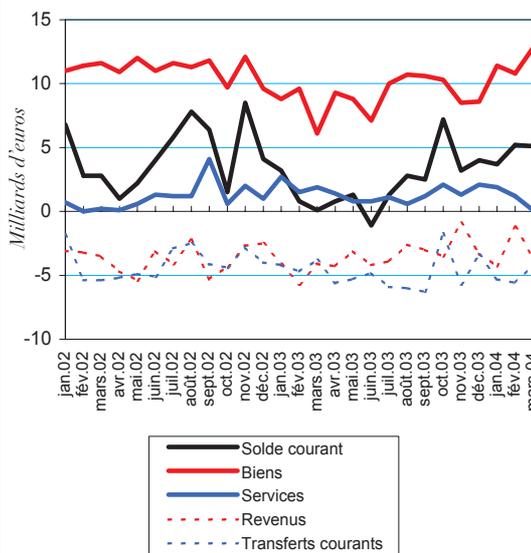
Au premier trimestre de l'année 2004, le compte des transactions courantes de la zone euro s'est soldé par un surplus de 13,6 milliards d'euros en données brutes comparé à un excédent de 2,9 milliards d'euros au premier trimestre 2003. Cette importante amélioration du surplus courant provient principalement d'une forte hausse de l'excédent des biens qui est ainsi passé de 17 milliards d'euros au premier trimestre 2003 à 28 milliards d'euros au même trimestre de 2004. A cette importante amélioration du surplus de la balance des marchandises s'est ajoutée une réduction du déficit des revenus qui a atteint 7,5 milliards d'euros au premier trimestre 2004 contre 12 milliards d'euros au même trimestre de l'année précédente. Par contre, les autres composantes du compte courant de la zone euro se sont dégradées. Les services se sont ainsi soldés par un léger déficit de 800 millions d'euros au premier trimestre 2004 contre un surplus de près de 2 milliards d'euros au premier trimestre 2003. De même, le déficit des transferts

courants s'est accentué, passant de 3,8 milliards d'euros au premier trimestre 2003 à 6,5 milliards d'euros au même trimestre de l'année en cours.

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), l'excédent du compte courant s'élevait à 5,1 milliards d'euros en mars 2004 contre 5,2 milliards en février et 3,7 milliards en janvier 2004. La relative stabilité de l'excédent courant entre février et mars 2004 s'explique par le fait que l'amélioration du surplus des biens et la baisse du déficit des transferts courants ont été compensées à la fois par une augmentation du déficit des revenus et une réduction de l'excédent des services.

Graphique 13

Solde du compte courant de la zone euro (données cvs)



Source: BCE

1.1.8.2 Le compte financier

Le compte des transactions financières de la zone euro s'est soldé par des sorties nettes de 21,5 milliards d'euros au premier trimestre de cette année contre 14,3 milliards d'euros au même trimestre de l'année 2003. Ces sorties nettes ont été occasionnées par les investissements directs et par les autres investissements qui ont totalisé ensemble 36,6 milliards d'euros. Ces sorties n'ont été que partiellement compensées par des entrées nettes de 5,4 milliards au niveau des investissements de portefeuille (y compris les produits dérivés) et de 9,7 milliards au niveau des avoirs de réserve⁴.

⁴ Cela correspond donc à une réduction des avoirs de réserve de la zone euro.

Les sorties nettes d'investissements directs (27,2 milliards d'euros) s'expliquent par le fait que les résidents de la zone euro ont accru leurs investissements à l'étranger, essentiellement sous forme de participations au capital social, tandis que les non-résidents ont désinvesti (sous forme de remboursement des prêts intra-groupes).

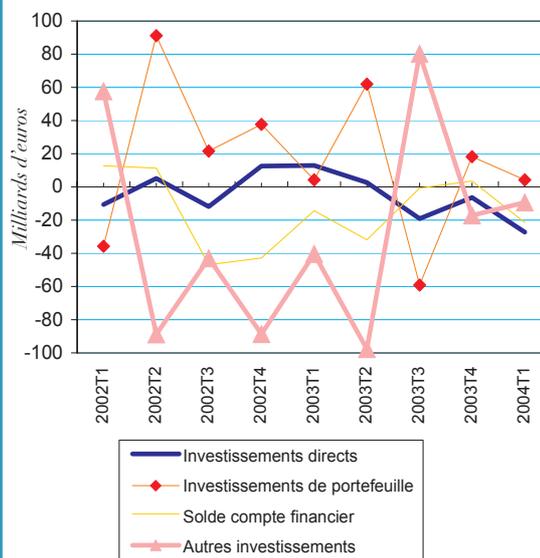
Les sorties nettes d'autres investissements (9,2 milliards d'euros) ont été occasionnées par la réduction des engagements nets des administrations publiques (7 milliards d'euros) et des autorités monétaires (2 milliards d'euros), les flux nets des institutions financières monétaires et des autres secteurs étant presque équilibrés.

Pour les investissements de portefeuille, des entrées nettes de 4,2 milliards d'euros ont été enregistrées au premier trimestre 2004, soit exactement le même niveau qu'au premier trimestre 2003. Ces entrées nettes résultent essentiellement des transactions sur titres de dette à court terme émis par des résidents de la zone euro.

La reprise des investissements en actions depuis le deuxième trimestre 2003, à la faveur de la remontée générale des cours boursiers, s'est poursuivie au premier trimestre de 2004. Les résidents de la zone euro ont ainsi investi 29,8 milliards d'euros en actions étrangères au premier trimestre 2004. De même, les non-résidents ont acquis des actions de la zone euro à concurrence de 23,4 milliards d'euros, un montant toutefois en baisse lorsqu'on le compare aux trois derniers trimestres de 2003. Les transactions sur titres de participation se sont donc soldées par des sorties nettes de 6,4 milliards d'euros, compensées largement par des entrées nettes de 10,6 milliards d'euros sur titres de dette.

Graphique 14

Flux nets du compte financier (en données brutes)



Source: BCE

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU NIVEAU DE LA GRANDE RÉGION

Le présent survol de l'évolution conjoncturelle au sein de la Grande Région, composée de la Lorraine, de la Rhénanie-Palatinat, de la Sarre, de la Wallonie et du Luxembourg, constitue une mise à jour de contributions parues dans les Bulletins 2002/1 et 2003/1 de la BCL. L'examen de la situation conjoncturelle au niveau de la Grande Région revêt une importance particulière du fait du considérable degré d'ouverture de l'économie luxembourgeoise en particulier envers les régions limitrophes. A noter que la situation économique au Luxembourg est décrite séparément au point suivant du présent Bulletin.

En **Lorraine**, la baisse de l'emploi sur l'ensemble de l'année 2003 a été de 1 %. Cependant, l'emploi salarié lorrain s'est stabilisé au quatrième trimestre 2003, après cinq trimestres de recul ininterrompu. Le secteur de l'industrie a encore perdu des emplois au trimestre dernier, bien qu'à un rythme plus modéré (-0,4 % au quatrième trimestre contre -0,9 % au trimestre précédent). Par contre, les effectifs sont restés stables dans la construction et le commerce, alors que l'emploi salarié dans le secteur des services a connu des taux de progression trimestriels positifs tout au long de l'année 2003 à l'exception du deuxième trimestre (-0,1 %). Néanmoins, le taux de chômage a augmenté au cours de l'année sous revue, s'établissant à 9,4 % au quatrième trimestre 2003, après 8,8 % au même trimestre de l'année précédente. Selon l'INSEE⁵, les résultats de l'enquête nationale de conjoncture vont dans le sens de la stabilisation de l'activité industrielle lorraine au dernier trimestre 2003. Au quatrième trimestre 2003, les exportations lorraines ont augmenté de 4,3 % par rapport au même trimestre de l'année précédente en raison essentiellement d'une hausse prononcée des exportations de l'industrie automobile. Ainsi, les exportations de produits de la construction automobile et d'équipements automobiles ont progressé respectivement de 36 et 12,5 % en rythme annuel. En ce qui concerne les perspectives d'évolution de l'activité industrielle, les résultats de l'enquête de conjoncture de la Banque de France publiés en mai 2004 indiquent que « la bonne tenue de la demande, l'amélioration des carnets et un niveau des stocks proche de la normale semblent augurer d'une hausse de l'activité dans les mois à venir ».

Sur base des derniers chiffres disponibles, l'activité économique a stagné en **Rhénanie-Palatinat**⁶ en 2003, comme en témoigne une progression du PIB en volume de 0,1 % par rapport à l'année précédente, contre 0,9 % en 2002. La valeur ajoutée brute réelle des industries manufacturières a reculé de 0,1 % alors que la tendance à la baisse s'est poursuivie dans la construction. Les services n'ont contribué que peu à la croissance, à l'exception du sous-secteur commerce, hôtellerie et transport qui a connu une évolution plus favorable.

La situation du marché du travail est restée tendue en 2003. La poursuite de la morosité du climat conjoncturel a eu pour conséquence un recul de 0,7 % du niveau de l'emploi, après avoir stagné en 2002. Ainsi, le nombre des chômeurs a augmenté de 7,7 % en moyenne annuelle. Cependant, le chômage s'est stabilisé à un niveau élevé fin 2003. En effet, le nombre de chômeurs observé au cours du printemps 2003 était de 12 % supérieur à celui observé douze mois plus tôt alors que le chômage enregistré en décembre 2003 ne dépassait que de 1,6 % le chiffre correspondant de décembre 2002. En conséquence, le taux de chômage s'est établi à 7,6 % en décembre 2003, 0,1 point de pourcentage de plus que douze mois auparavant.

Le chiffre d'affaires des industries manufacturières a augmenté de 1,3 % au cours de l'année 2003. Cette hausse a de nouveau été exclusivement imputable au développement favorable des exportations (+4,7 %), tandis que le chiffre d'affaires domestique a affiché un recul annuel de 1,2 %. Les nouvelles commandes enregistrées par l'industrie au cours des derniers mois de l'année 2003 semblent indiquer une amélioration de la situation conjoncturelle.

Le rythme de progression de l'indice des prix à la consommation a été très modéré en 2003, avec un taux ressortant en moyenne annuelle à 0,9 %.

En 2004, l'économie de la **Sarre**⁷ n'a pas pu échapper à la morosité économique générale. En effet, le PIB en volume sarrois a reculé de 1,1 % au cours de l'année sous revue. Le principal facteur à l'origine de cette performance décevante est le fort affaiblissement de la demande adressée aux importants secteurs que sont

⁵ Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques.

⁶ Les commentaires relatifs à la Rhénanie-Palatinat sont basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Rhénanie-Palatinat (Statistisches Landesamt Rheinland-Pfalz), plus particulièrement sur le cahier statistique mensuel 4/2004.

⁷ Les commentaires relatifs à la Sarre sont basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Sarre (Statistisches Landesamt Saarland), plus particulièrement sur le cahier mensuel 5/2004.

l'industrie automobile, la construction mécanique ainsi que la construction.

La hausse moyenne des prix à la consommation s'est élevée à 1,0 %, soit 0,4 point de pourcentage de moins qu'en 2002.

Le nombre total de chômeurs a, en moyenne annuelle, atteint 47 720 personnes, soit une augmentation de 2 298 personnes par rapport à l'année 2003: par conséquent, le taux de chômage, avec 10,4 % de la population active, a été plus élevé de 0,5 point de pourcentage en 2003 qu'en 2002. A noter que le nombre de chômeurs a baissé au début 2004.

Le IWEPS⁸ projette une progression en volume de 1,3 % du PIB de la **Wallonie** pour 2003, taux légèrement supérieur à celui projeté pour l'ensemble de la Belgique (1,1 %). La confiance des ménages wallons s'est améliorée depuis la dissipation des incertitudes liées au conflit en Irak vers la fin du deuxième trimestre 2003. Le regain de confiance a été plus prononcé encore dans l'industrie manufacturière wallonne que chez les consommateurs. Selon les chiffres révisés de l'INS⁹, la production industrielle a affiché des taux annuels nettement positifs depuis la mi-2003, alors que le premier

semestre a encore été caractérisé par un recul de celle-ci. L'industrie manufacturière a affiché une amélioration des carnets de commandes totales et à l'exportation en particulier depuis le second semestre de l'année passée. Par contre, le rythme de progression annuel du chiffre d'affaires des entreprises wallonnes s'est nettement ralenti depuis le début 2003 pour devenir négatif en fin d'année. Les investissements des entreprises en Wallonie ont reculé en moyenne annuelle, prolongeant la tendance à la baisse amorcée au début 2002. Ce recul est particulièrement prononcé pour les entreprises non industrielles, alors que les investissements des entreprises industrielles ont évolué plus favorablement. La hausse du nombre de chômeurs s'est stabilisée à un haut niveau depuis fin 2002. Les prévisions de l'emploi dans l'industrie manufacturière, issues de l'enquête mensuelle de conjoncture de la BNB¹⁰, se sont améliorées depuis mi-2003, alors que les résultats de l'enquête de l'UWE¹¹ auprès des entrepreneurs indiquent qu'il n'y aura pas d'amélioration considérable du niveau d'emploi au cours du premier semestre 2004 mais que la détérioration s'est interrompue.

Selon l'IWEPS, la croissance du PIB wallon en volume devrait atteindre un rythme annuel de 2,4 % en 2004.

8 *Institut Wallon de l'Évaluation de la Prospective et de la Statistique.*

9 *Institut National de Statistique.*

10 *Banque Nationale de Belgique.*

11 *Union Wallonne des Entreprises.*

1.3 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.3.1 L'évolution des prix et des coûts

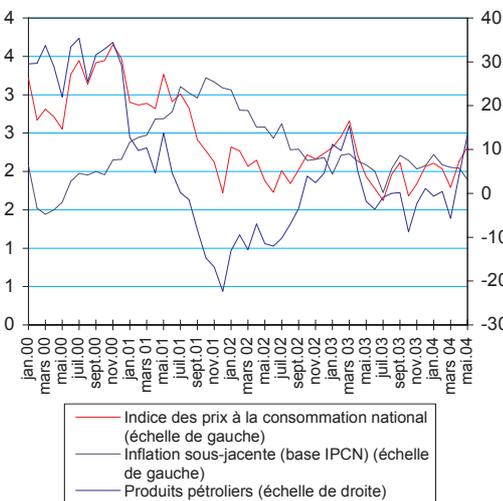
1.3.1.1 Les prix à la consommation

L'inflation du Luxembourg, mesurée par le rythme de progression annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN), s'est inscrite en recul au cours du premier trimestre 2004, passant de 2,1% en janvier à 1,8% en mars. Le taux annuel de l'IPCN a ensuite changé de tendance pour s'établir à 2,1 et 2,3% respectivement en avril et mai de l'année en cours.

Les prix des produits pétroliers ont flambé de quelque 7,8% entre janvier et mai 2004. En effet, ces prix ont augmenté en termes mensuels tout au long de la période sous revue, sauf au mois de mars. Ainsi, l'accélération du rythme annuel de l'IPCN global observée en avril et mai est essentiellement liée au renchérissement des prix des produits pétroliers. A noter que les prix en question ont augmenté de presque 3,2% en janvier 2004 par rapport au mois précédent en raison du relèvement de la contribution sociale sur les carburants au 1^{er} janvier au profit du Fonds pour l'emploi. Cette hausse de 7 centimes par litre sur l'essence a été neutralisée pour l'application de l'indexation automatique des salaires. Néanmoins, l'impact de cette hausse de ladite contribution au niveau du rythme de progression annuel de janvier s'est trouvé masqué par un facteur agissant en sens opposé, à savoir un effet de base favorable lié à la hausse des prix des produits pétroliers début 2003.

Graphique 15

Inflation et produits pétroliers (taux de variation annuel)



Source: Statec

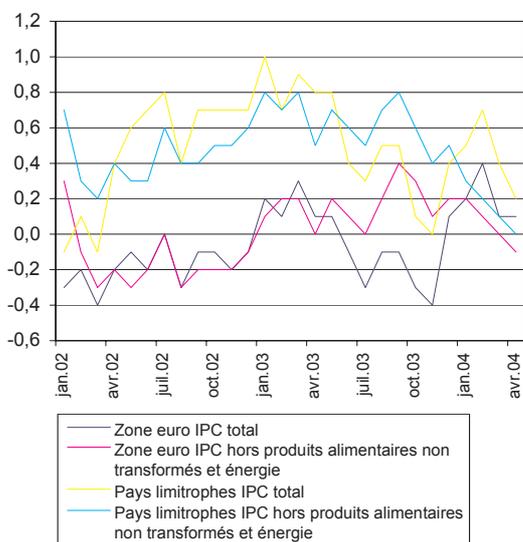
Contrairement aux variations annuelles de l'indice global, l'inflation sous-jacente¹² a été orientée à la baisse tout au long de la période allant de janvier à mai 2004. En effet, le rythme annuel de progression de l'inflation sous-jacente s'est légèrement atténué, de 0,3 point de pourcentage depuis janvier, pour ressortir à 1,9% en mai 2004.

En moyenne, les différentiels d'inflation du Luxembourg (IPCN) par rapport à la zone euro (IPCH) et par rapport aux pays limitrophes (IPCH) demeurent défavorables au Luxembourg au cours de la période allant de janvier à avril 2004, en ce qui concerne à la fois l'IPC global et l'IPC hors produits alimentaires non transformés et énergie. Néanmoins, ces différentiels ont évolué dans le sens d'un rétrécissement au cours des derniers mois.

12 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.

Graphique 16

Différentiels d'inflation
(en points de pourcentage)



Source: Statec, Eurostat, calculs BCL

pétrole en dollar identique à celui observé sur les marchés à terme. Début juin, l'euro cotait aux environs de 1,22 USD/EUR, soit une légère dépréciation par rapport aux prévisions antérieures. Le prix du Brent en dollar s'est établi simultanément autour de 39 \$/bl et les marchés à terme anticipent une baisse graduelle de ce prix jusqu'à un niveau proche de 34 \$/bl pour juin 2005, donc à un niveau simultanément au-dessus de la borne supérieure de la fourchette de prix visée par l'OPEP et supérieur aux hypothèses de l'exercice de février 2004. En moyenne, la révision à la hausse du prix du pétrole en euros pour 2004 se chiffre à 25 %. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Prévisions d'inflation

L'évolution de l'inflation en avril et mai a été plus importante que prévue¹³. Alors que l'inflation excluant l'énergie a connu une évolution en ligne avec les anticipations, l'inflation des produits pétroliers a été nettement sous-estimée. L'impact de l'évolution défavorable du prix du pétrole, qui est passé de 30,9 \$/bl en février à 33,2 \$/bl en avril, a en effet été amplifié par une légère dépréciation de l'euro par rapport au dollar. Du fait des pondérations différentes, et compte tenu de la source de la sous-estimation, l'impact a été relativement plus important pour l'IPCH que pour l'IPCN.

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 un 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

13 Rapport annuel 2003, pp. 18-19

Tableau 4 Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2003	2004	04-T1	04-T2	04-T3	04-T4	05-T1	05-T2
Prix du pétrole en \$	28,8	35,8	32,0	35,6	38,5	37,2	35,9	34,4
Taux de change \$/€	1,13	1,22	1,25	1,20	1,22	1,22	1,22	1,22
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-2,0	14,6	-12,7	28,9	24,7	23,2	15,0	-4,7

Source: BCL

Au niveau de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario sous-jacent à nos projections précédentes ne nécessite guère d'adaptations. Il n'y a en effet pas lieu de signaler des changements particuliers ou des mesures spécifiques qui auraient un impact significatif sur l'inflation au-delà de ce qui avait déjà été incorporé dans nos projections précédentes. Au niveau de l'inflation importée, on note une légère dépréciation de l'euro, tandis que le scénario d'une embellie conjoncturelle graduelle dans la zone euro demeure intacte. Dans les premiers stades, un écart de production relativement important par rapport à son potentiel devrait donc également limiter les pressions inflationnistes dans les pays voisins. La récente hausse du prix du pétrole risque en revanche d'exercer des effets de second tour sur l'inflation. Ces effets sont présents via l'impact sur les salaires, à travers l'indexation automatique, ainsi que la pression à la hausse sur les prix des biens industriels non énergétiques.

Résultats

Sur base des hypothèses du prix du pétrole en euros, l'IPCH énergie, comme l'IPCN énergie, connaîtrait une évolution nettement défavorable sur l'horizon de prévision, et en particulier dans le court terme. En 2005, les taux d'inflation ne seraient certes plus influencés par la mesure fiscale sur l'essence, mais ce n'est qu'au

deuxième trimestre 2005, lorsque l'effet de base sur le prix du pétrole entrera en jeu, qu'on pourrait observer une certaine accalmie au niveau des prix de l'énergie. Du fait d'un profil très volatil dans le passé, les variations annuelles du sous-indice seraient également très volatiles à l'avenir.

La projection pour l'inflation de l'IPCH excluant l'énergie en 2004 demeure à 2,4 %, inchangée par rapport à l'exercice précédent. La décélération au courant de l'année serait très lente et elle ne devrait s'accélérer que lorsque les retombées de l'indexation automatique des salaires en août 2003 se dissiperont. Compte tenu de la situation conjoncturelle, les taux d'inflation afférents demeurent relativement élevés.

Le taux d'inflation tel que mesuré par l'IPCN global s'est accéléré à 2,3 % en mai, devrait connaître son sommet en juin pour revenir par la suite autour du niveau actuel et s'y maintenir jusqu'au troisième trimestre 2004. Par après, le taux tomberait autour des 2 % et baisserait davantage, c'est-à-dire en dessous de 2 % au premier semestre 2005. L'inflation moyenne pour 2004 ne connaîtrait ainsi pas de baisse, mais une stabilisation à 2,1 %. Sans surprise, l'assombrissement des tendances au niveau de l'inflation entraîne des conséquences pour l'ajustement automatique des salaires. L'indexation serait avancée de deux mois et est désormais prévue pour le quatrième trimestre 2004.

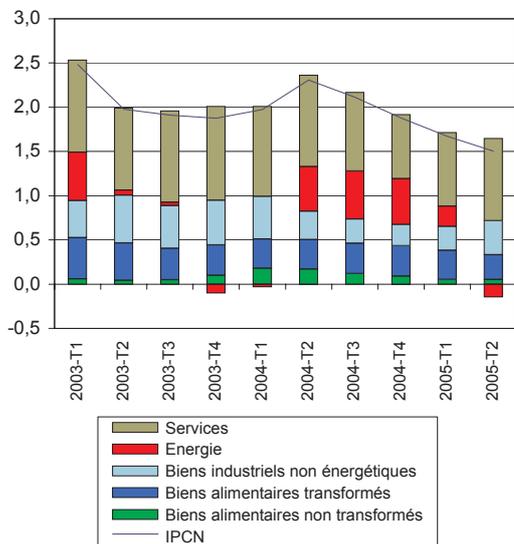
Tableau 5 Prévisions d'inflation (en taux de variation annuel)

	2003	2004	2004-1 ^{er} sem.	2004-2 ^e sem.	2005-1 ^{er} sem.
IPCN	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6
IPCH	2,5	2,9	2,8	3,1	2,0
IPCH énergie	1,2	9,1	6,5	11,8	0,4
IPCH ex énergie	2,7	2,4	2,5	2,3	2,3

Source: BCL

Graphique 17

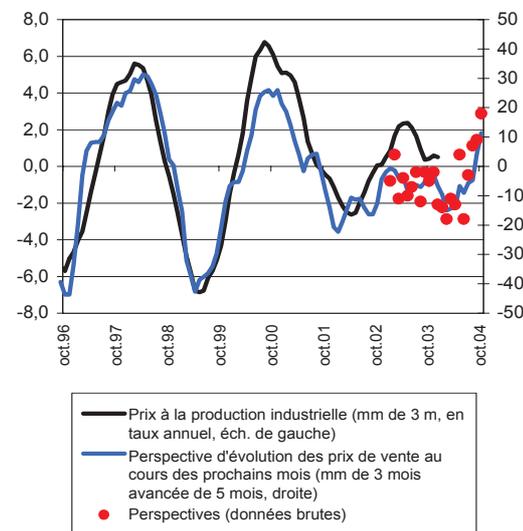
Contributions à la croissance de l'IPC¹⁴



Source: STATEC, calculs BCL

Graphique 18

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée¹⁵



Source: Eurostat, BCL

1.3.1.2 Les prix à la production industrielle

La progression annuelle des prix à la production industrielle dans la zone euro a fléchi au début de l'année 2004. Selon les données d'Eurostat, l'inflation serait notamment passée de 1,1 % au quatrième trimestre 2003 à 0,2 % au premier trimestre 2004. L'évolution de ces prix au Luxembourg devrait avoir suivi un profil similaire. Certes, selon les enquêtes de conjoncture harmonisées, l'embellie conjoncturelle aurait été plus nette au Luxembourg que dans la zone euro. Mais, ces mêmes enquêtes indiquent également que, dans le court terme, c'est-à-dire le début 2004, les prix de vente de produits industriels auraient plutôt eu tendance à baisser légèrement en termes de variation annuelle. Ce n'est que vers le deuxième semestre 2004 qu'on devrait pouvoir s'attendre à une accélération plus nette de la hausse de ces prix.

1.3.2 La comptabilité nationale

Les récentes estimations des comptes nationaux pour 2003 ainsi que les comptes révisés pour les années 2001 et 2002 dressent un tableau plus optimiste que ne le laissaient entrevoir les données précédemment publiées. De fait, le taux de croissance annuel du PIB réel est désormais estimé à 1,3 % et 1,7 % respectivement en 2001 et 2002 au lieu des 1,2 % et 1,3 % annoncés antérieurement. De plus, les premières estimations de la croissance du PIB pour 2003 (2,1 %) décrivent une poursuite de l'embellie de la conjoncture amorcée en 2002.

La révision des comptes nationaux est essentiellement due à la contribution plus favorable que prévue des exportations nettes à la croissance du PIB, en particulier en 2002. De fait, la baisse moins prononcée des exportations de biens et de services (de -0,3 à -0,2) combinée à un recul plus substantiel des importations de biens et de services (de -1,6 % à -1,8 %) expliquent en grande partie ce repositionnement de la trajectoire de la croissance du PIB sur le sentier de la reprise.

¹⁴ Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPC.

¹⁵ 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).

Plus en détail, bien que la croissance annuelle de la demande intérieure n'ait quasiment pas été révisée, il en va différemment pour ses composantes. La dépense de consommation finale des ménages et des ISBLM (institutions sans but lucratif au service des ménages) notamment s'est révélée légèrement plus robuste que ne le laissaient présager les comptes nationaux d'automne progressant de 2,7 % en 2002 après 2,3 % avant la révision des comptes nationaux. En revanche, la demande publique et la formation brute de capital ont été revues à la baisse atteignant désormais une croissance annuelle de 3,2 % et de -9,0 % comparé à 4,2 % et -8,7 % avant la révision.

Les derniers comptes nationaux dégagent un raffermissement de la croissance pour l'année 2003. Ce renforcement est principalement attribuable au redressement de la croissance annuelle de la demande intérieure (2,7 % en 2003 après une chute de -0,6 % en 2002), les exportations nettes s'étant effondrées (de 15,5 % à -0,9 %). Plus précisément, les différentes composantes de la demande intérieure dessinent une image contrastée. L'infléchissement de la croissance de consommation privée (1,2 % en 2003 après 2,7 % en 2002) pourrait s'expliquer d'une part, au travers des retombées négatives de la montée du taux de chômage et, d'autre part, du fait de la dissipation des effets stimulants de la réforme fiscale. La consommation publique est quant à elle demeurée robuste, la formation brute de capital s'est redressée (passant de -9,0 % en 2002 à 4,1 % en 2003), soutenue par l'accélération de la croissance de l'investissement non résidentiel et en biens d'équipement et ceci en dépit de l'absence d'achat d'avions ou de satellites en 2003. La chute observée du côté des exportations nettes a été provoquée par une croissance plus nette des importations de biens et de services (2,3 % en 2003 après -1,8 % en 2002) que celle des exportations (1,9 % après -0,2 %).

Les grandeurs concernant l'emploi et la rémunération des salariés ont aussi subi des révisions mais d'une ampleur nettement moindre. Ainsi, la combinaison d'une révision à la baisse de la croissance annuelle de l'emploi salarié (2,9 % pour 2002 contre 3,3 % avant la

révision) avec une révision à la hausse de la croissance de la rémunération des salariés (désormais estimée à 6,9 % contre 6,6 % avant la révision) a induit une augmentation de la croissance annuelle du coût salarial moyen par salarié en 2002 (de 3,1 % avant la révision à 3,9 % après révision). De même, dans ce contexte, comme le PIB a été revu à la hausse, la productivité du travail a moins baissé que dans les estimations précédentes (-1,0 % actuellement contre -1,8 % dans les estimations d'automne) ce qui a abouti à une confirmation de la croissance des coûts salariaux unitaires (5,0 % après 5,1 % en automne) ce qui vaut aussi pour la baisse de la marge de profit des entreprises en 2002 (-4,3 % après -4,4 % dans les estimations précédentes).

En dépit du fait que les comptes nationaux pour l'année 2003 montrent un redémarrage graduel de la croissance, l'emploi total a décéléré de 2,8 % en 2002 à 2,1 % en 2003. Cependant, comme la rémunération totale des salariés aurait enregistré une décélération (2,8 p.p. entre 2002 et 2003) bien plus importante que celle de l'emploi salarié (0,7 p.p.), la rémunération moyenne par salarié a substantiellement fléchi pour s'établir à 1,9 % en 2003 après 3,9 % en 2002. La décomposition sectorielle de la rémunération des salariés révèle l'origine de ce ralentissement, à savoir un effondrement de la rémunération totale des salariés dans le secteur des «Activités financières» (en baisse de 0,6 % en 2003 alors qu'elle progressait encore de 7,8 % en 2002). Cette évolution est assez surprenante au regard de l'indicateur de court terme du coût salarial moyen par mois et par personne qui affiche une quasi-stabilisation de la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne (3,2 % en 2003 après 3,1 % en 2002) ainsi qu'une augmentation de la rémunération moyenne des salariés dans le secteur des «Activités financières» (2,5 % en 2003). Ces différences d'évolutions de la rémunération des salariés entre les deux séries proviendraient du fait que dans l'optique de la comptabilité nationale, les données de base de l'IGSS sont complétées et corrigées en vue de prendre en considération l'intégralité des coûts salariaux supportés par les employeurs (comme par exemple les coûts «en nature»).

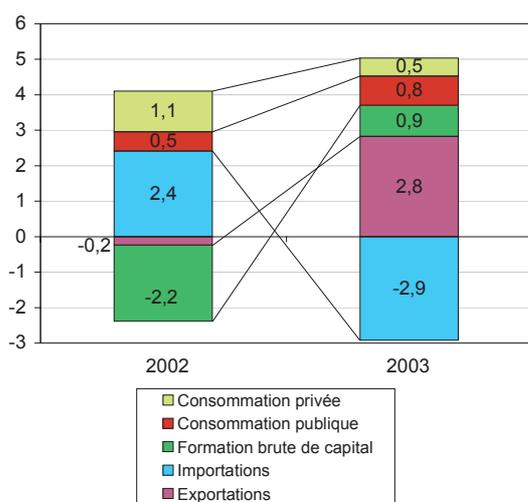
Tableau 6 *Evolutions des principaux agrégats macroéconomiques (taux de variation annuels)*

	Taux de variation annuels				Différence par rapport aux données d'automne			Contributions à la croissance réelle du PIB			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2003
Consommation privée	4,6	5,1	2,7	1,2	0,0	0,6	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
Consommation publique	4,8	6,6	3,2	4,6	0,1	-0,4	-1,0	0,8	1,0	0,5	0,8
Formation brute de capital	4,8	2,1	-9,0	4,1	0,0	-0,4	-0,4	1,2	0,5	-2,2	0,9
Demande intérieure	4,7	4,5	-0,6	2,7	0,0	0,1	-0,1	3,9	3,5	-0,5	2,2
Importations	15,4	3,8	-1,8	2,3	0,7	-1,0	-0,2	18,5	5,0	-2,4	2,9
Exportations	17,3	1,8	-0,2	1,9	0,5	-0,8	0,1	23,6	2,8	-0,2	2,8
Exportations nettes	35,1	-13,9	15,5	-0,9	-1,0	0,4	3,5	5,1	-2,2	2,2	-0,1
Produit intérieur brut	9,0	1,3	1,7	2,1	-0,1	0,1	0,4				
Déflateur du PIB	4,1	1,9	0,7	2,1	0,2	-0,3	0,1				
Emploi salarié	6,0	6,0	2,9	2,2	0,0	0,0	-0,5				
Emploi total	5,7	5,7	2,8	2,1	0,0	0,0	-0,4				
Coût salarial moyen total	4,7	3,9	3,9	1,9	0,0	0,3	0,8				
Productivité du travail	3,2	-4,1	-1,0	0,1	-0,1	0,1	0,8				
Coût unitaire du travail	1,5	8,3	5,0	1,8	0,1	0,2	0,0				
Marge de profit	2,7	-6,5	-4,3	0,3	0,1	-0,5	0,3				

Source: STATEC

Graphique 19

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



Source: STATEC

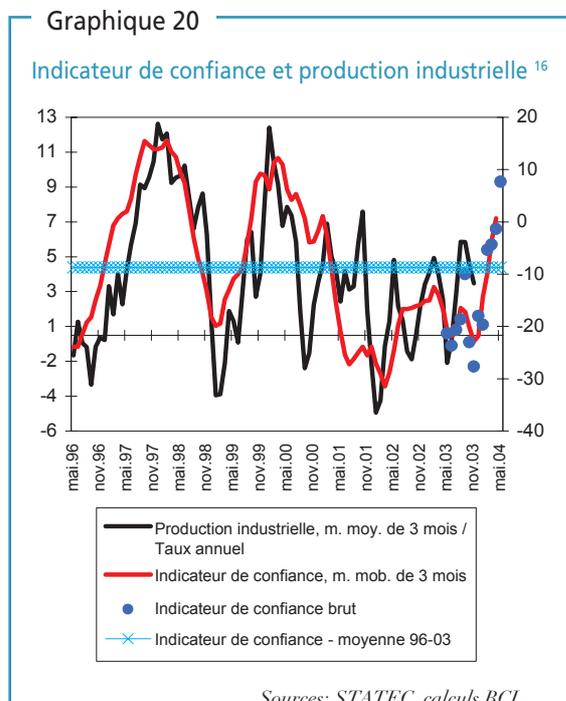
1.3.3 L'industrie

Les indicateurs statistiques relatifs à l'industrie pour l'année 2003 avaient révélé une portée étonnamment favorable de ce secteur. Dans un contexte conjoncturel relativement difficile dans les pays voisins, une accélération de la production de l'ordre de 2,6 % a pu être notée en 2003 par rapport à 2002. La performance du secteur se situait aussi nettement au-dessus de celle des équivalents de la zone euro. Ces données à court terme et basées sur un échantillon représentatif d'entreprises, ont été confirmées par les données récentes de la comptabilité nationale qui font état d'une contribution positive de l'industrie à la progression de la valeur ajoutée brute totale de l'économie.

Début 2004, le bilan statistique favorable a enfin été complété par une amélioration du sentiment de confiance des chefs d'entreprise, ce qui est de bon augure pour le premier semestre de l'année courante. De février à mai, quatre progressions successives de l'indicateur de confiance ont été recensées, amenant le

niveau de l'indicateur au-dessus de sa moyenne historique (1996-2003) et égal au niveau atteint en début de l'année 2000. L'amélioration a été simultanée pour les trois indicateurs sous-jacents, à savoir la production future, les stocks et la demande. Le signe le plus encourageant émane certainement de l'amélioration du carnet de commandes – une demande qu'on croyait à la traîne depuis le début 2002 –, reflétant ainsi la reprise de la demande extérieure et ouvrant des perspectives plus favorables pour un secteur tourné vers les marchés d'exportation. Une simple extrapolation sur base du passé laisserait espérer une progression de la production industrielle, en termes de variation annuelle, de l'ordre de 5% au premier trimestre 2004 avec une accélération à la clé pour le trimestre suivant.

Les résultats positifs issus des enquêtes de conjoncture mensuelles ont été confirmés par les enquêtes trimestrielles du mois d'avril. Celles-ci font état d'une forte progression du degré d'utilisation des capacités de production, d'une augmentation de la production assurée ainsi que d'une reprise de la demande qui gênerait en effet moins le processus de production que cela n'avait encore été le cas il y a trois mois. Dans leur ensemble, les enquêtes conjoncturelles ont rarement été aussi optimistes. Il est en revanche probable que l'envolée du prix du pétrole depuis fin avril à des niveaux avoisinant les 40 \$/bl ait été trop récente pour provoquer une réaction de la part des chefs d'entreprise ou pour affecter leurs prises de décisions. L'optimisme risque en effet de pâtir si le prix du baril persiste à ces niveaux élevés.



1.3.4 La construction

Les permis de bâtir pour les logements ont progressé de l'ordre de 10 % au premier trimestre 2004, faisant suite à une hausse de 17,5 % en 2003. Pour l'année passée on note, pour la première fois depuis longtemps, une progression du nombre des permis de bâtir pour de nouveaux logements qui dépasse la croissance de l'emploi résident. Bien que cela ne constitue qu'une mesure rudimentaire pour capter le déséquilibre entre l'offre et la demande de logements au Luxembourg, elle semble témoigner d'un début d'effet des mesures prises par le gouvernement pour contrer la hausse des prix immobiliers. Cela devrait ainsi constituer un soutien à l'activité dans la branche du bâtiment en 2004.

¹⁶ Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance

Tableau 7 Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2002	2003	T2-03	T3-03	T4-03	T1-04
Chiffre d'affaires - Total	5,5	13,1	3,3	17,7	14,5	
Nombre d'heures-ouvriers prestées	2,9	0,5	-4,5	-6,0	4,4	
Production par jour ouvrable - Total	3,6	-0,2	-6,3	-5,9	3,3	
Production par jour ouvrable - Bâtiment	3,0	-4,1	-12,7	-11,1	-2,2	
Production par jour ouvrable - Génie civil	4,2	3,9	-0,7	0,2	9,9	
Permis de bâtir ¹⁷	1,7	17,5	-6,8	30,8	5,7	9,8
Crédits au logement ¹⁸	21,1	18,9	11,5	27,7	23,0	
Taux hypothécaires ¹⁹	4,4	3,8	3,9	3,8	3,5	3,4

Sources: STATEC, BCL

1.3.5 Le commerce et les autres secteurs

Tableau 8 Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures (en taux de variation annuel)

	2002	2003	T2-03	T3-03	T4-03	T1-04	Jan-04
Commerce total	2,2	10,5	9,4	11,2	9,6		
Commerce de détail	8,0	6,0	5,9	4,9	5,6		
Commerce et réparation automobile	8,1	13,1	11,0	14,0	11,4		
Commerce de gros	-0,5	10,8	9,6	11,9	10,1		8,7
Hôtels et restaurants	3,5	-4,2	-4,9	-5,2	-0,8		-2,5
Immatriculations de voitures	1,2	0,2	-3,5	2,2	7,3	6,5	5,6

Source: STATEC

Alors que le bilan a généralement été très positif pour l'évolution du chiffre d'affaires dans le commerce en 2003, la branche de l'hôtellerie et des restaurants a subi les conséquences d'un recul de la clientèle. Les mauvaises conditions météorologiques du début d'année, les répercussions de la situation économique générale sur les voyages d'affaires ainsi que les retombées de la conjoncture sur le revenu disponible des voyageurs peuvent expliquer cette évolution. Les tensions géopolitiques ont vraisemblablement également influencé le comportement des touristes en 2003. Ainsi, selon les premières estimations, le nombre de nuitées passées au Luxembourg aurait stagné en 2003.

1.3.6 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la BCL n'a pas laissé entrevoir de tendance claire quant aux anticipations des consommateurs au début 2004, comme en témoigne l'alternance de progressions (en janvier, février et mai 2004) et de reculs (en mars et avril 2004). A noter que les anticipations relatives à la situation économique et au chômage demeurent importantes pour expliquer les variations de l'indicateur de confiance début 2004. Au-delà de la volatilité des données mensuelles, la confiance des consommateurs semble s'être stabilisée quelque peu depuis début 2003. Cependant, celle-ci demeure faible au regard des niveaux observés au premier semestre 2002.

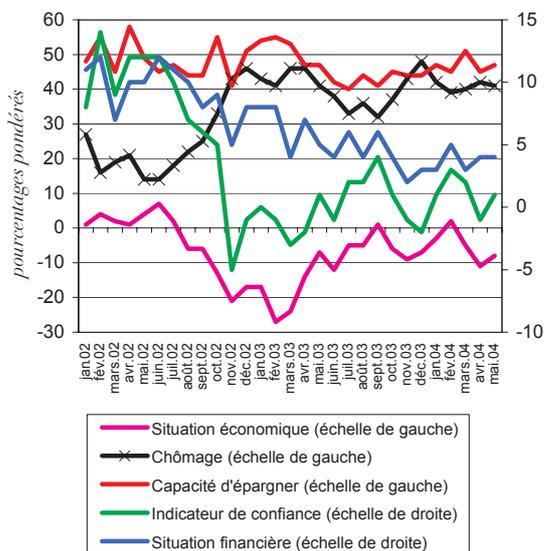
¹⁷ Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles)

¹⁸ Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs)

¹⁹ Rupture de série à partir du début de 2003

Graphique 21

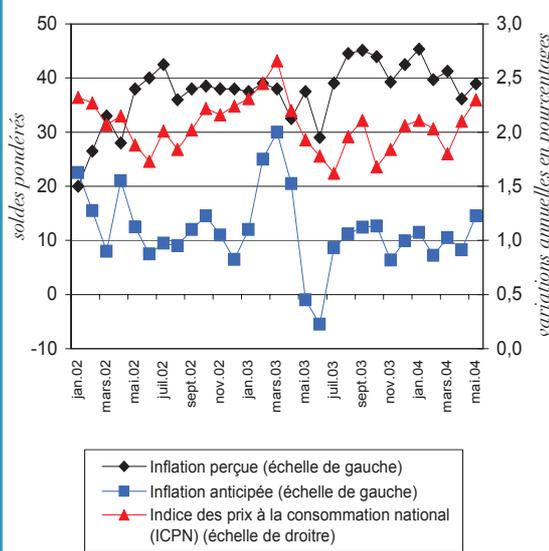
Luxembourg: Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes



Source: BCL

Graphique 22

Luxembourg: inflation perçue, anticipée et observée



Sources: BCL et STATEC

S'agissant des prix à la consommation, on note que l'évolution de l'inflation perçue au cours de la période janvier à mai 2004 a été conforme au profil d'évolution quelque peu erratique de l'inflation telle que recensée par l'ICPN, alors que les évolutions des deux indicateurs ont été très contrastées en 2002. Les anticipations des consommateurs en matière d'inflation des prix à la consommation ont été sujettes à une certaine volatilité sans qu'une tendance claire ne s'en dégage. Ces résultats sont illustrés par le graphique qui suit.

1.3.7 Le marché du travail

1.3.7.1 L'emploi

Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance annuelle de l'emploi total intérieur a amorcé une décélération 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. Puis, tout au long de l'année 2003, le rythme de croissance annuel de l'emploi total intérieur s'est stabilisé autour de 2,0 %. Les données définitives pour janvier 2004, ainsi que les estimations disponibles pour les mois de février à avril 2004 montrent une poursuite de la croissance annuelle de l'emploi, mais à un niveau légèrement inférieur à celui de l'année précédente. De fait, l'emploi total intérieur a progressé en moyenne de 1,9 % en glissement annuel au cours des quatre premiers mois de 2004 après 2,0 % l'année précédente à la même période. L'économie a ainsi continué à créer des emplois tout au long des quatre premiers mois de 2004 (5 375 emplois en moyenne chaque mois comparé à 5 797 emplois l'année précédente).

Ce sont les non-résidents, dont le nombre total s'élevait à 110 074 personnes en avril 2004 (après 105 900 personnes en avril 2003) qui continuent à satisfaire la

plus grande partie de ces offres d'emplois nouveaux. Leur poids dans les emplois créés n'a cessé de croître de janvier à avril 2004: ils représentaient respectivement 76,0 % des nouveaux emplois et 37,1 % de l'emploi total au cours des quatre premiers mois de 2004 (après respectivement 67,3 % et 36,4 % l'année précédente). La contrepartie de cette évolution à la hausse de la part des frontaliers est forcément un recul de la part des résidents dans les créations d'emplois. L'emploi national s'élève désormais à 194 257 personnes en avril 2004 (après 193 109 personnes douze mois plus tôt). Ceci met ainsi en lumière une meilleure «résistance» des frontaliers dans le contexte de conjoncture actuelle. Une explication de ce phénomène pourrait résulter d'une inadéquation entre l'offre et la demande de travail en termes de qualification ainsi qu'à la persistance du chômage au Luxembourg qui réduit l'employabilité de certains chômeurs de longue durée.

Le taux de progression de l'emploi salarié se situe désormais à un niveau légèrement inférieur à celui enregistré l'année précédente (1,8 % en moyenne pendant la période sous revue après 2,1 % en 2003 à la même période). La croissance annuelle de l'emploi indépendant est par contre marqué par un niveau nettement

supérieur à celui de l'année passée (2,3 % en moyenne au cours des quatre premiers mois de 2004 après 1,5 % l'année passée à la même période), ce qui, si elle se confirmait, serait une évolution remarquable.

Cependant, la prudence doit être de rigueur en ce qui concerne les explications des évolutions des différents agrégats de l'emploi qui viennent d'être décrites, compte tenu du fait que les données relatives aux trois derniers mois sont des estimations sujettes à révision. Les deux secteurs qui ont été les moteurs de la croissance de l'emploi avant le ralentissement de la conjoncture, à savoir l'«Industrie et manufacture» et l'«Intermédiation financière» ont perdu des emplois tout au long de l'année écoulée. De plus, le secteur regroupant les «administrations publiques», la «santé» et l'«éducation» a continué à créer des emplois en 2003. Cependant, ce dernier regroupement risque de ne plus contribuer dans la même mesure à la croissance de l'emploi au cours des mois à venir eu égard à la décision relevant du budget du Gouvernement central en 2004 de procéder à un arrêt temporaire des recrutements (sauf dans la police et l'enseignement). Ainsi, l'année 2004 pourrait être le théâtre d'une réduction des créations d'emplois et, partant, d'un assombrissement de la situation sur le front du chômage.

Tableau 9 Croissance annuelle (en %) de l'emploi et taux de chômage (en % de la population active)

	Emploi salarié intérieur*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «large»
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,6%	3,7%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,6%	3,7%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	3,0%	4,3%
2003	2,0	2,3	2,0	3,8	0,7	1,8	3,8%	5,2%
2003 T1	2,1	1,5	2,1	3,9	1,0	1,9	3,7%	5,2%
2003 T2	2,0	1,6	2,0	3,7	1,0	1,9	3,6%	5,1%
2003 T3	2,0	2,1	2,0	3,8	1,0	1,9	3,7%	5,1%
2003 T4	1,9	2,0	1,9	3,8	0,8	1,7	4,1%	5,6%
2004 T1	1,8	2,3	1,9	3,9	0,7	1,4	4,4%	5,9%
déc.-03	1,9	1,9	1,9	3,8	0,8	1,6	4,1%	5,6%
jan.-04	1,7	2,3	1,8	3,6	0,7	1,5	4,5%	6,0%
fév.-04	1,8	2,3	1,8	3,7	0,7	1,4	4,4%	5,9%
mars-04	2,0	2,3	2,0	4,3	0,7	1,4	4,3%	5,9%
avril-04	1,8	2,3	1,8	3,9	0,6	1,3	4,3%	5,8%

Sources: IGSS, STATEC, calculs BCL

* Estimation

1.3.7.2 Le chômage

Le redémarrage progressif de la croissance économique observé depuis 2002, n'a pas encore été suffisant pour endiguer la hausse du taux de chômage, de sorte que toutes les valeurs mensuelles observées au cours des quatre premiers mois de cette année ont été supérieures aux valeurs respectives de l'année précédente. Le taux de chômage au sens «strict» a atteint 4,3 % en avril 2004 soit 8 660 personnes, après 3,6 % soit 7 208 personnes douze mois plus tôt.

Plus en détail, ce sont les hommes qui continuent d'être majoritairement touchés par le chômage, représentant en moyenne 55,1% de l'effectif total au cours des quatre premiers mois de 2004. Tout comme l'année précédente, la ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âges révèle que ce sont les individus âgés de 31 à 40 ans qui continuent à représenter près d'un tiers des personnes inscrites à l'ADEM²⁰. Sur le front de la durée du chômage, on observe depuis le début de cette année que la part des personnes inscrites depuis plus de 12 mois est désormais la plus importante (plus d'un chômeur sur cinq). En outre, au cours de cette période, la hausse du nombre de chômeurs la plus importante qui a touché la catégorie des individus enregistrés entre 9 et 12 mois à l'ADEM, témoigne d'un allongement de la durée moyenne du chômage. Ceci met en lumière l'émergence d'une certaine «persistance» qui, si elle se prolonge, risque de réduire l'«employabilité» des chômeurs concernés.

Le taux de chômage au sens «large» qui englobe les chômeurs dans une mesure de mise au travail ou de formation s'est aussi établi au cours des quatre premiers mois de 2004 à un niveau supérieur à celui de l'année précédente. Ce taux de chômage frôle désormais en moyenne la barre des 6,0 % (5,8 % en avril 2004 soit de 11 842 personnes). Ceci est à la fois attribuable à la hausse de la composante «stricte», ainsi qu'à l'augmentation du nombre de mesures spéciales pour l'emploi. De fait, ce nombre a atteint 3 081 personnes bénéficiaires de ces mesures de réinsertion en moyenne de janvier à avril 2004.

Du côté des offres d'emplois non satisfaites (OENS) leur nombre est demeuré quasi-stable au cours des quatre premiers mois de 2004 mais en hausse comparative à la même période l'année passée. De fait, 889 emplois ont été proposés en moyenne chaque mois depuis le début de 2004 (après 859 postes offerts en

moyenne en 2003 à la même période). De manière plus détaillée, on observe que trois cinquièmes de ces postes vacants se situent dans les secteurs/métiers des «Employés de bureau», «Professions libérales, techniciens et assimilés», et «Artisans, ouvriers (précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois et bâtiments)». Le ratio qui rapporte les DENS aux OENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale et la demande (qui est quant à elle aussi adressée aux étrangers). L'augmentation de ce ratio au cours des quatre premiers mois de 2004 comparativement à l'année précédente met en lumière une détérioration de l'appariement entre l'offre et la demande de travail (en moyenne 10 candidats potentiels inscrits à l'ADEM pour un poste offert au cours des premiers mois de 2004 contre un ratio de 9 à 1 l'année écoulée). L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation demeure la plus substantielle: «Autres services» (un emploi offert pour 25 chômeurs potentiellement intéressés), «Vendeurs», «Travailleurs des transports» et «Directeurs et cadres administratifs supérieurs». Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail sont ceux des «Professions libérales, techniciens et assimilés» (une proposition d'emploi pour 5 demandes potentielles), des «Artisans, ouvriers (alimentaire, chimie, production, machiniste)» et, de l'«Hôtellerie, restauration».

Dans une optique prospective, et au regard des premières données disponibles pour le marché de l'emploi en 2004, la reprise graduelle entamée depuis 2002 et qui devrait se poursuivre tout au long de cette année, pourrait ne pas être suffisamment robuste pour améliorer significativement les perspectives de croissance des principaux agrégats de l'emploi, et de ce fait favoriser une baisse du taux de chômage.

1.3.8 Le secteur financier

1.3.8.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit

Après un dernier trimestre 2003 marqué par la diminution nette du nombre d'établissements de crédit de cinq unités, le mouvement de concentration du paysage bancaire luxembourgeois s'est considérablement ralenti depuis le début de l'année 2004. Le nombre

20 ADEM: Administration de l'emploi.

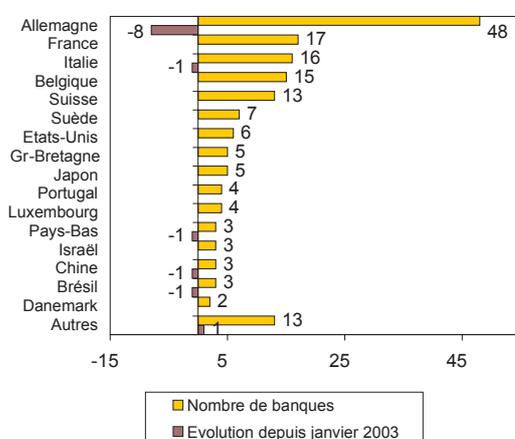
d'établissements de crédit est ainsi passé de 169 au 31 décembre 2003 à 167 au 30 avril 2004. Dans le détail, la période sous revue a vu la réalisation des opérations suivantes:

- Transformation de la Bank Corluy, succursale de Luxembourg en Banque Corluy Luxembourg S.A.
- Autorisation d'activité de la Hypo Real Estate Bank, succursale de Dublin
- Liquidations de la KOOKMIN Bank Luxembourg S.A., de la Chekiang First Bank (Luxembourg) S.A., ainsi que de la SchmidtBank AG, Filiale Luxembourg.

La répartition des banques par origine géographique, montre la prédominance des banques allemandes dans l'activité bancaire au Luxembourg. Fortes de 48 unités, celles-ci ont néanmoins été au centre du récent mouvement de concentration bancaire, avec une diminution nette de 8 unités depuis janvier 2003. Nombre d'observateurs soulignent que le paysage bancaire européen ira vers une plus grande concentration, par le biais en particulier de rapprochements transfrontaliers. Une reprise ferme et durable des bourses internationales peut favoriser ce mouvement dont les répercussions peuvent être importantes pour le Luxembourg. Au 30 avril 2004, on dénombre en particulier 17 banques d'origine française, 16 d'origine italienne, 15 d'origine belge, 13 d'origine suisse et 4 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 48 banques d'origine allemande, ces 6 pays représentent 68 % du nombre total de banques

Graphique 23

Répartition géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



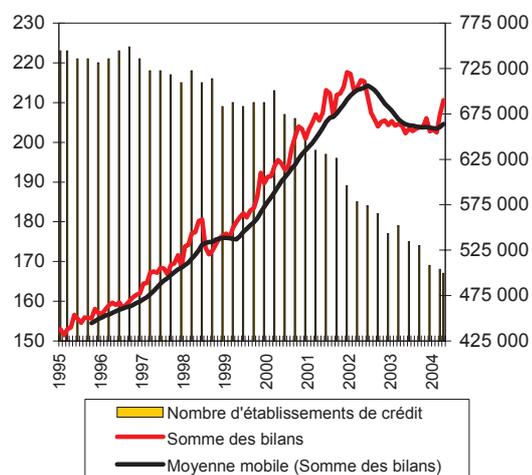
Source: BCL

1.3.8.2 La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois s'établit à 690 340 millions d'euros au 30 avril 2004, ce qui représente une hausse de 5,24 % par rapport au 31 décembre 2003 (soit 34 369 millions d'euros). En glissement annuel, la hausse atteint 4,3 % (soit 28 629 millions d'euros).

Graphique 24

Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1995 à avril 2004

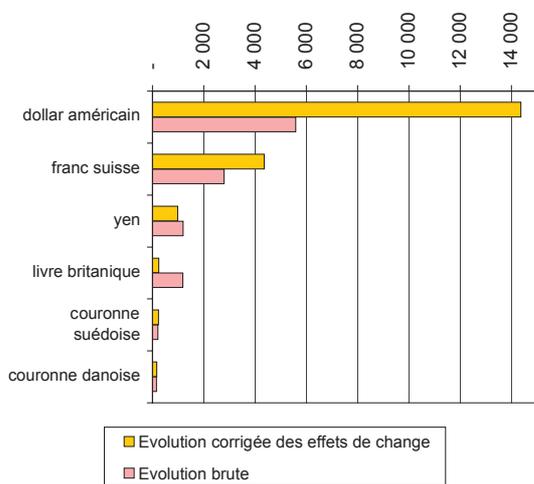


Source: BCL

Celle-ci se décompose en une hausse réelle de 37 847 millions d'euros, et en un effet de change négatif de 9 218 millions d'euros. L'impact de la baisse du dollar et du franc suisse par rapport à l'euro sur cette période est de respectivement 8 783 millions d'euros et 1 570 millions d'euros (la hausse de certaines devises par rapport à l'euro vient en compensation de cet impact négatif). L'actif moyen par établissement est passé de 3 717 millions d'euros à 4 110 millions d'euros. Depuis le début de l'année 2004, la constitution d'un établissement de crédit a plus que compensé les liquidations de trois établissements du point de vue de l'impact sur la somme de bilan.

Graphique 25

Impact du cours de change des principales devises sur la somme de bilan des établissements de crédit (en millions d'euros)



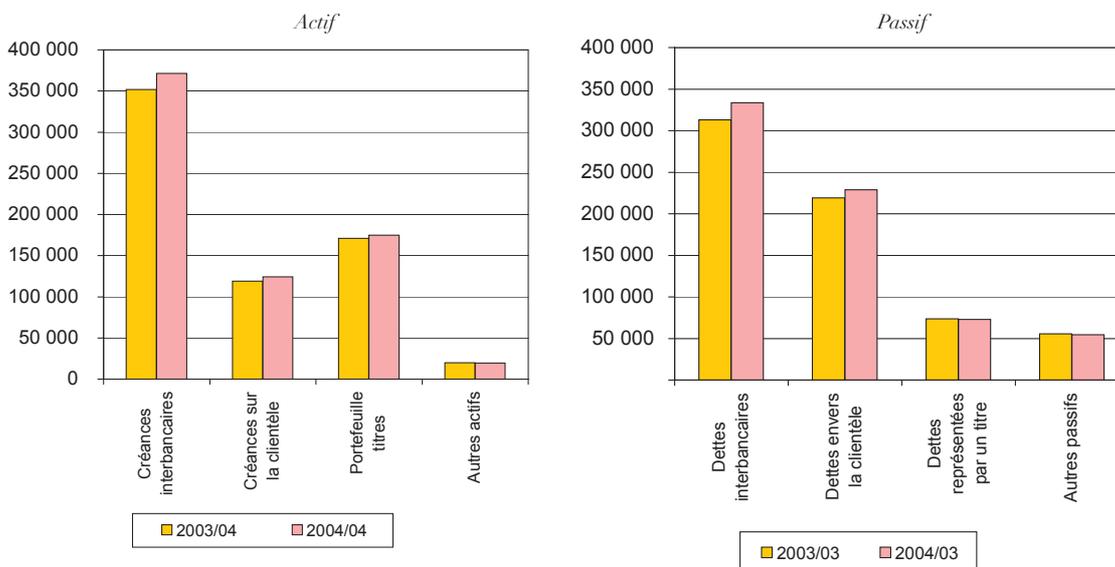
Source: BCL

Structure et composantes du bilan agrégé

La structure du bilan est toujours dominée de façon importante par les opérations interbancaires. La part des créances interbancaires a progressé au cours du premier trimestre 2004, et représente 53,8 % du total de l'actif au 30 avril. Sur base annuelle, l'encours de créances interbancaires enregistre une hausse de 19 692 millions d'euros, soit 5,6 %, entre avril 2003 et avril 2004. L'encours de dettes interbancaires a pour sa part progressé de 20 732 millions d'euros sur cette période. Celui-ci représente 48,3 % du total du passif au 30 avril 2004. La part de l'interbancaire dans le bilan des banques fournit des informations essentielles dans le cadre de la stabilité des établissements de crédit, en particulier en ce qui concerne le niveau de risque de contagions dans le secteur bancaire.

Graphique 26

Décomposition des principaux chiffres relatifs aux différents postes du bilan et leur évolution (en millions d'euros)



Source: BCL

Tableau 10 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (en millions d'euros)

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif
	2003/04	2004/03	2004/04	2003/04 - 2004/04		2004/03 - 2004/04		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	312 993	320 169	333 725	20 732	6,6	13 556	4,2	48,3
Dettes envers la clientèle	219 256	228 547	229 006	9 750	4,4	459	0,2	33,2
Dettes représentées par un titre	73 818	70 285	73 052	- 766	- 1,0	2 767	3,9	10,6
Autres passifs	55 645	56 160	54 558	- 1 087	- 2,0	- 1 602	- 2,9	7,9
Total du passif	661 712	675 161	690 341	28 629	4,3	15 180	2,2	100,0

Source: BCL

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

En ce qui concerne les autres postes du passif, les dépôts de la clientèle (administration et autres secteurs) ont progressé de 9 750 millions d'euros, soit 4,4 %, sur base annuelle. Entre décembre 2003 et avril 2004, cette progression atteint 10 628 millions d'euros, soit 4,9 %. Ce sont les dépôts à vue qui ont le plus soutenu cette croissance, avec une augmentation de 5 470 millions d'euros, soit 8 % sur base annuelle et 10 818 millions d'euros, soit 17,2 %, entre décembre 2003 et avril 2004. Pour cette dernière période un phénomène de

reconstitution d'épargne a joué après un très fort mouvement de désépargne observé en fin d'année 2003. La part des dépôts de la clientèle représente 33,2 % du passif au 30 avril 2004. Parallèlement à cela, entre avril 2003 et avril 2004, la part des dettes représentées par un titre est passée de 11,1 % à 10,6 %, confirmant ainsi un renouveau du refinancement des banques par collecte de dépôts au détriment de l'émission de titres de créances.

Tableau 11 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (en millions d'euros)

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif
	2003/04	2004/03	2004/04	2003/04 - 2004/04		2004/03 - 2004/04		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	351 697	357 892	371 389	19 692	5,6	13 497	3,8	53,8
Créances sur la clientèle	119 179	125 502	124 306	5 127	4,3	- 1 196	- 1,0	18,0
Portefeuille titres	170 856	172 519	175 009	4 153	2,4	2 490	1,4	25,4
Autres actifs	19 980	19 248	19 637	- 343	- 1,7	389	2,0	2,8
Total de l'actif	661 712	675 161	690 341	28 629	4,3	15 180	2,2	100,0

Source: BCL

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

A l'actif, le niveau de l'encours de créances envers les secteurs autres que l'interbancaire a progressé de 3 306 millions d'euros, soit 2,9 %, entre avril 2003 et avril 2004 et de 7 226 millions d'euros, soit 6,6 % entre décembre 2003 et avril 2004. Cette progression est due à la croissance régulière des octrois de crédits immobiliers, en raison de taux historiquement bas, mais également à la hausse des offres de crédits à la consumma-

tion suite à la tenue de plusieurs salons commerciaux au premier trimestre 2004. L'encours de titres en portefeuille s'est accru de 4 153 millions d'euros, soit 2,4 %, sur base annuelle. Au cours de l'année 2003, les fonds en portefeuille titres avaient été principalement alloués à la détention de titres de créances, au détriment des actions. La croissance soutenue qui a animé les bourses internationales en fin d'année 2003, et sur l'ensemble

du premier trimestre 2004, a occasionné une réallocation des fonds vers des actifs plus risqués comme les actions. Entre décembre 2003 et avril 2004, l'encours d'actions détenues par les banques luxembourgeoises a progressé de 3 287 millions d'euros, soit 83 %. Dans le même temps, l'encours de titres autres qu'actions diminuait de 638 millions d'euros, soit 0,4 %. Au 30 avril, 51 % des participations des banques luxembourgeoises sont prises dans des établissements de crédit.

1.3.8.3 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

Les résultats de l'enquête d'avril 2004 font apparaître, en moyenne pendant la période janvier 2004-mars 2004, un durcissement des **critères d'octroi** des crédits aux entreprises ainsi qu'aux ménages des banques interrogées au Luxembourg. Comparé aux résultats pour la zone euro dans son ensemble notons que globalement, le pourcentage net de banques interrogées rapportant un durcissement des critères d'octroi des crédits au premier trimestre 2004 est plus important au Luxembourg que dans la zone euro.

Du côté de la **demande**, l'enquête fait apparaître au Luxembourg au premier trimestre 2004 une demande inchangée pour les crédits émanant des entreprises. Dans la zone euro dans son ensemble, par contre, les banques ont rapporté une baisse de la demande au premier trimestre 2004.

En ce qui concerne la demande émanant des ménages, notons qu'aussi bien au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble, les participants ont rapporté une demande plus ou moins inchangée au premier trimestre pour les crédits à l'habitat. Pour les crédits à la consommation, la demande a augmenté aussi bien au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble. Néanmoins, le pourcentage net de banques rapportant une hausse de la demande pour crédits à la consommation est plus élevé au Luxembourg que dans la zone euro.

La suite reprend les réponses reçues des banques interrogées au Luxembourg lors de l'enquête réalisée en avril 2004.

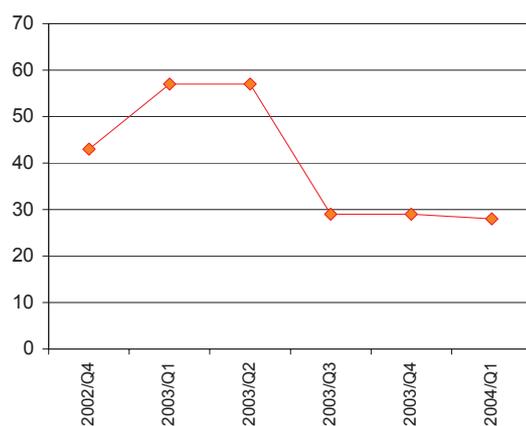
Crédits accordés aux entreprises

S'agissant des crédits aux entreprises, l'enquête indique que le pourcentage net des banques ayant rapporté un durcissement des critères d'octroi est resté au même niveau lors des trois dernières enquêtes (pourcentage

net de 28 %). Le durcissement rapporté est le même pour les grandes que pour les petites entreprises.

Graphique 27

Luxembourg – crédits aux entreprises: évolution des critères d'octroi (% net des banques rapportant un durcissement)



Source: BCL

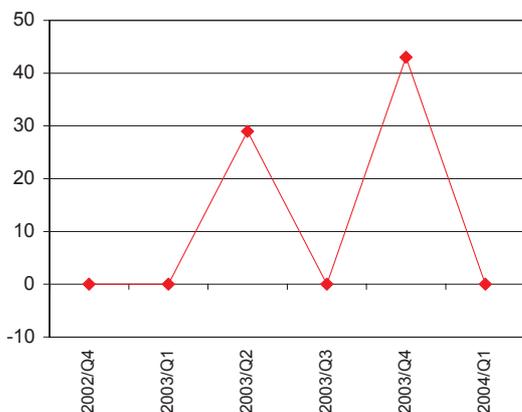
Selon les réponses à l'enquête d'avril, le durcissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises tient aux perceptions accrues de risques concernant l'activité économique générale ainsi qu'aux coûts liés aux fonds propres des banques. Ce durcissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises s'est traduit principalement sur les demandes de garanties ainsi que par d'autres modalités comme l'élargissement des marges d'intérêt, les clauses des contrats et le montant du crédit accordé.

S'agissant des anticipations relatives aux critères d'octroi des crédits aux entreprises pour les trois prochains mois (avril 2004-juin 2004), le pourcentage net des banques prévoyant un durcissement a baissé pour s'établir à 29 % lors de l'enquête d'avril contre 43 % en janvier.

En ce qui concerne la demande globale de crédits émanant des entreprises, celle-ci est restée plus ou moins inchangée lors de l'enquête d'avril alors que 43 % des banques interrogées avaient rapporté une augmentation de la demande lors de l'enquête précédente. L'augmentation de la demande rapportée lors de l'enquête précédente (janvier 2004) était liée à des besoins de financement pour investissements en capital fixe et pour fonds de roulement/gestion de stocks.

Graphique 28

Luxembourg – crédits aux entreprises:
évolution de la demande
(% net des banques rapportant une hausse)



Source: BCL

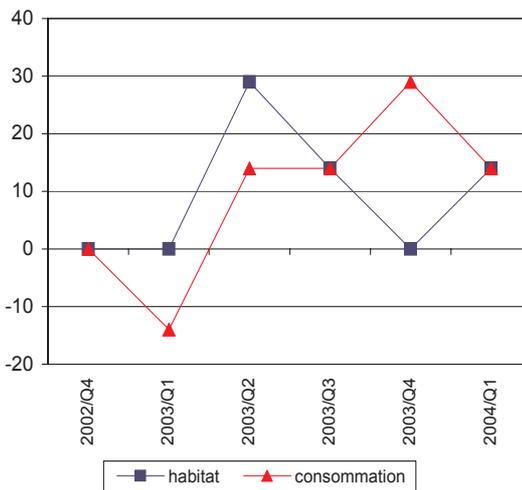
En ce qui concerne les anticipations pour les trois prochains mois (avril 2004-juin 2004), la demande de crédits émanant des entreprises devrait rester inchangée.

Crédits aux ménages

L'enquête fait apparaître un durcissement des critères pour les crédits à l'habitat ainsi que pour ceux à la consommation (durcissement net de 14 %).

Graphique 29

Luxembourg – crédits aux ménages:
évolution des critères d'octroi
(% net des banques rapportant un durcissement)



Source: BCL

Selon les résultats de l'enquête d'avril, le durcissement des critères d'attribution des crédits aux ménages tient principalement à la perception des risques concernant les perspectives pour l'activité économique générale, celles du marché du logement, les risques relatifs aux garanties requises et la capacité de remboursement des emprunteurs. Ce durcissement s'est répercuté sur les demandes de garanties et la quotité d'emprunt.²¹

En ce qui concerne l'évolution pour les prochains mois, les banques prévoient désormais des critères d'octroi inchangés pour les crédits à l'habitat et un durcissement de ceux pour les crédits à la consommation (% net de 14 %).

Du côté de la demande, les résultats de l'enquête d'avril montrent que les banques ont enregistré une demande inchangée pour les prêts à l'habitat mais une hausse pour ceux à la consommation (principalement pour des biens durables, ex. voitures, mobilier).

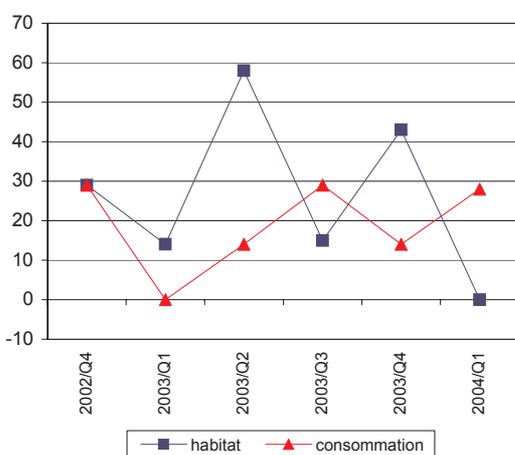
S'agissant des prêts au logement, le pourcentage net des banques rapportant une augmentation de la demande est passé de 43 % en janvier à 0 % en avril. S'agissant des prêts à la consommation, le pourcentage

²¹ Il s'agit du rapport entre le montant emprunté et la valeur de la garantie sous-jacente, estimée ou appréciée à sa valeur de marché, généralement pris en compte pour les crédits de financement de biens immobiliers.

net des banques rapportant une augmentation de la demande est passé à 28 % en avril (contre 14 % en janvier). Les besoins de financement pour biens de consommation durables (voitures et mobilier) ont soutenu la demande alors que les besoins pour achat de titres ont eu un impact négatif sur la demande.

Graphique 30

Luxembourg – crédits aux ménages:
évolution de la demande
(% net des banques rapportant une hausse)



Source: BCL

En ce qui concerne les anticipations pour la demande de crédits émanant des ménages pour les trois prochains mois (avril 2004-juin 2004), celle-ci devrait augmenter quelque peu pour les crédits à l'habitat (% net de 14 %) et rester à peu près inchangée pour ceux à la consommation.

1.3.8.4 Les taux d'intérêt de détail sur la place de Luxembourg tels que recensés par la mise en place d'une enquête mensuelle

Depuis le mois de janvier 2003, la Banque centrale du Luxembourg collecte des données relatives aux taux d'intérêt pratiqués par les établissements de crédit luxembourgeois, sur les dépôts et les crédits à destination de leur clientèle de la zone euro. Cette collecte s'effectue auprès d'un échantillon de 59 banques.

L'ensemble des taux offerts par les banques luxembourgeoises aux ménages de la zone euro a diminué entre décembre 2003 et avril 2004. L'évolution des taux d'intérêt appliqués aux sociétés non financières est beaucoup plus erratique sur cette même période.

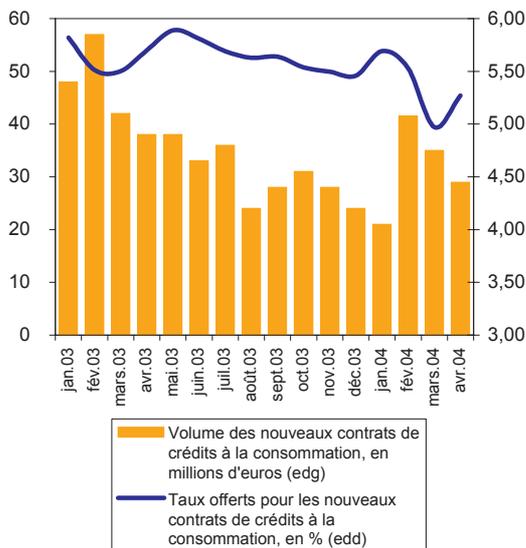
Au cours du mois d'avril 2004 le taux d'intérêt moyen sur les crédits à la consommation dont la durée de fixation est comprise entre un et cinq ans, s'est élevé à 5,27 %, affichant ainsi une contraction de 19 points de base par rapport à décembre 2003 (5,46 %). Le volume des crédits à la consommation accordés aux ménages de la zone euro s'est élevé à 39 millions d'euros durant le mois de février 2004, et à 33 millions d'euros durant le mois de mars 2004. Ces chiffres sont supérieurs de respectivement 18 et 11 millions d'euros à ceux observés en décembre 2003, traduisant à la fois les effets de la tenue de divers salons, dont le salon luxembourgeois de l'automobile, et la bonne tenue de l'indice de confiance des ménages en début d'année.

Le taux d'intérêt moyen sur les crédits immobiliers à taux variable a légèrement diminué entre décembre 2003 (3,41 %) et avril 2004 (3,39 %). Au cours du mois d'avril 2004 des nouveaux crédits immobiliers, pour un montant total de 112 millions d'euros, ont été accordés aux ménages de la zone euro. Ce chiffre est en constante progression depuis le début de l'année, malgré le durcissement par les banques des conditions d'accès aux crédits. Le niveau historiquement bas des taux d'intérêt explique très largement cette progression continue.

Les crédits dont la finalité est un investissement de nature variée, mais non destiné à la consommation ou à un achat immobilier, sont regroupés sous la rubrique des *autres crédits*. En principe, les taux offerts par les banques luxembourgeoises aux ménages de la zone euro, sur ce segment de crédits, devraient être supérieurs à ceux offerts pour des crédits immobiliers. Dans la pratique, la plupart de ces crédits sont destinés à la réalisation d'investissements financiers et affichent des taux proches de ceux offerts pour des crédits immobiliers. La raison de ce phénomène tient dans le fait que la place bancaire luxembourgeoise est très marquée par l'activité de *Banque privée*. Ainsi, le taux moyen offert par les banques luxembourgeoises pour les autres crédits à taux variable, s'élève à 3,46 % au 30 avril 2004, et affiche une tendance baissière depuis avril 2003 (4,09 %). Notons enfin qu'en moyenne 90 % des crédits inclus sous cette rubrique, dont les volumes sont fort importants, sont contractés avec des ménages non-résidents.

Graphique 31

Evolution des taux et des volumes des crédits à la consommation, dont la durée de fixation initiale du taux est comprise entre un et cinq ans



Source: BCL

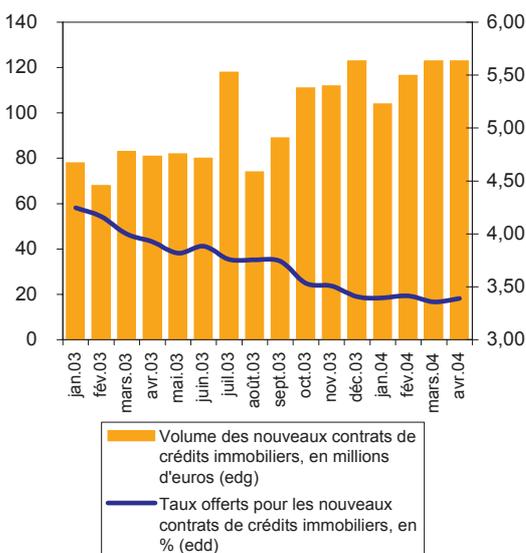
Les taux d'intérêt variables sur les crédits aux sociétés non financières atteignent 3,52 % pour la tranche inférieure à un million d'euros, et 3,20 % pour la tranche supérieure à un million d'euros. L'évolution de ces taux a été particulièrement erratique au cours de la période sous revue pour deux raisons: en premier lieu, les sociétés non financières peuvent bénéficier de conditions très différentes pour leurs crédits, suivant leurs profils et les garanties qu'elles offrent. En second lieu, ces crédits peuvent être pris avec des maturités très variables, ce qui induit une volatilité assez forte au cours de la période d'observation.

Le taux d'intérêt moyen de rémunération des dépôts à terme des ménages avec une échéance inférieure à un an est de 1,76 % au 30 avril 2004. A l'instar des taux du marché monétaire, les taux sur les dépôts à terme ont diminué depuis décembre 2003.

Le taux d'intérêt des dépôts à terme des sociétés non financières a aussi décliné depuis décembre 2003 et, en avril 2004 (2,00 %), est revenu à des niveaux proches de ceux enregistrés en décembre 2003 (1,97 %). Ces derniers sont mieux rémunérés que les dépôts à terme des ménages, en raison de l'importance des montants déposés.

Graphique 32

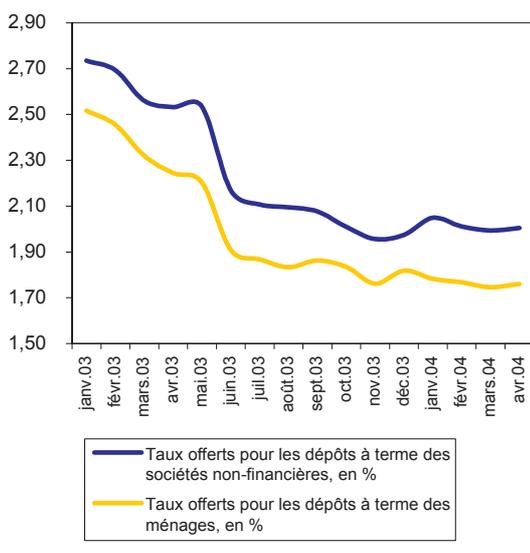
Evolution des taux et des volumes des crédits immobiliers à taux variable, ou dont la durée de fixation est inférieure à un an



Source: BCL

Graphique 33

Evolution des taux offerts pour les dépôts à terme de maturité inférieure à un an des ménages et des sociétés non financières



Source: BCL

Tableau 12 Récapitulatif des taux les plus significatifs

	Taux sur les nouveaux contrats					
	Crédits à la consommation	Crédits immobiliers	Dépôts à terme		Crédits aux sociétés non financières	
			ménages	sociétés non financières	montant supérieur à un million d'euros	montant inférieur à un million d'euros
avril 2003	5,70	3,93	2,24	2,53	4,14	3,35
décembre 2003	5,46	3,41	1,82	1,97	2,78	3,41
avril 2004	5,27	3,39	1,76	2,00	3,52	3,20

Source: BCL

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

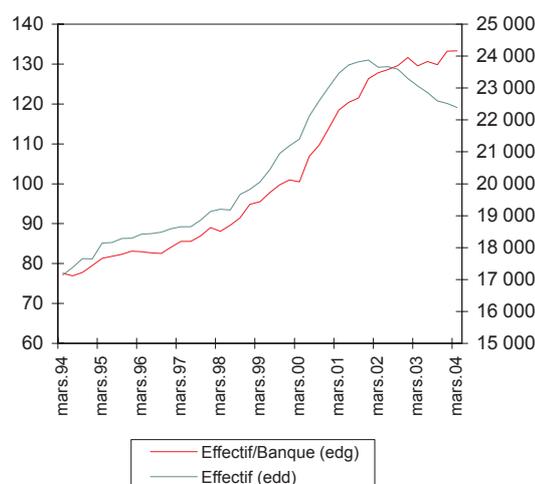
L'amélioration de l'état et des perspectives économiques ainsi que l'accalmie du mouvement de concentration dans les banques se sont traduites par une progression de l'effectif du secteur financier au début de l'année 2004. Ce dernier s'élève à 27 204 unités, soit une augmentation de 0,9 % sur base trimestrielle. Sur base annuelle, 261 emplois ont été perdus entre mars 2003 et mars 2004.

L'emploi dans le secteur des banques est en recul de 0,5 % à 22 392 unités au 31 mars 2004. Cette baisse de 121 unités par rapport au 31 décembre 2003 est en partie due à la diminution nette d'une unité du nombre d'établissements de crédits (23 unités sur un total de 121, soit 19 %). Alors que 63 % des banques luxembourgeoises ont conservé leur effectif inchangé entre décembre 2003 et mars 2004, 16 % opéraient des réductions d'effectifs. Ces réductions sont surtout perceptibles au sein des banques les plus importantes, en raison principalement de l'externalisation de certaines activités, ainsi que d'une plus grande capacité d'ajustements de l'effectif à leur niveau d'activité (grâce, par exemple, à l'utilisation de contrats à durée déterminée). Il ne faut cependant pas négliger l'impact que peut avoir au Luxembourg une rationalisation des activités ou une politique de réduction des coûts décidée en dehors des frontières luxembourgeoises. Malgré les bons résultats affichés par la plupart des grands groupes bancaires européens (espagnols, français, néerlandais ou encore britanniques), la grande spécialisation du paysage bancaire luxembourgeois peut se trouver pénalisée par une réforme temporaire de certaines activités (financements et investissements par exemple). Les développements récents ont montré que la reprise boursière, dont dépendent en grande partie les

banques luxembourgeoises, restait hypothéquée par les tensions politiques internationales, dont l'évolution des prix du pétrole ne représente qu'un aspect. Dans ce contexte, il semble que les banques continuent à rationaliser leurs activités (externalisation) et à réduire leurs coûts de fonctionnement. Seuls des signes d'une reprise boursière renforcée par une croissance économique soutenue et durable pourront permettre une relance de l'emploi dans les banques luxembourgeoises. En dépit de ces observations, l'effectif moyen par établissement n'a cessé de s'accroître depuis le début des années 90.

Graphique 34

Evolution de l'effectif (échelle de droite) et de l'effectif moyen par banque (échelle de gauche)



Source: BCL

La fin de l'année 2003 avait été marquée par un retournement de tendance dans l'emploi des professionnels du secteur financier (PSF), se traduisant par une réduction d'effectif. Durant le premier trimestre 2004, l'emploi dans les PSF a fortement progressé de 376 unités, soit 8,5 %, pour atteindre 4 812 unités. La taille modeste de ces PSF (en moyenne 22 unités par PSF au 31 mars 2004) ainsi que l'utilisation de l'effectif comme variable d'ajustement expliquent en grande partie l'évolution mouvementée de l'emploi dans ce secteur. Il faut également noter que l'intégration de nouveaux intervenants dans la catégorie des PSF, issus d'activités externalisées par des banques ainsi que d'une extension du périmètre de recensement, permet de maintenir le niveau de l'emploi par un simple effet de base. L'élargissement de la base de calcul entraîne une augmentation de l'effectif de 392 unités, dont 45 %, soit 179 unités, par la seule prise en compte de la société coopérative de compensation et de systèmes de paiement CETREL. Cela suppose que sans l'effet de base, l'effectif des PSF aurait diminué de 16 unités, soit 0,4 %, ce qui reste limité. En marge de ces observations, il convient de noter que la situation boursière, dont dépendent la plupart des intervenants de ce secteur, s'est considérablement améliorée au premier trimestre

2004, ce qui a permis de limiter la baisse de l'effectif. Il faudrait, comme nous l'avons souligné précédemment, que cette reprise des bourses internationales soit pérennisée par un environnement économique plus porteur pour assister à une hausse durable de l'emploi.

La part des établissements de crédit dans l'emploi total du secteur financier n'a cessé de se réduire, pour atteindre 82,3 % au 31 mars 2004. Cette diminution s'explique par les effets concomitants de la concentration du paysage bancaire et de la bonne tenue de l'emploi dans les PSF. Après avoir représenté 10,1 % de l'emploi intérieur total en décembre 2001, la part du secteur financier s'est réduite pour atteindre 9,2 % au 31 mars 2004. Notons enfin que la diminution de l'emploi dans ce secteur touche moins les étrangers, dont la part est passée de 69,3 % en mars 2003 à 71,5 % en mars 2004, que les Luxembourgeois.

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

Les banques de la place ont pu dégager un résultat brut avant provisions et impôts de 1 031 millions d'euros au 31 mars 2004, ce qui représente une baisse de 12,8 % par rapport au 31 mars 2003.

Tableau 13 Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois ¹⁾²⁾ (en millions d'euros)

		2003 / 03	2004 / 03	Variation en %	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	10 358	8 150	-21,3	-2 208
2	Intérêts bonifiés	9 238	7 189	-22,2	-2 049
3	Marge sur intérêt (1+2)	1 120	961	-14,2	-159
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	100	129	29,0	29
5	sur commissions	610	735	20,5	125
6	sur opérations de change	71	78	9,9	7
7	sur divers	162	12	-92,6	-150
8	Revenus nets (4+5+6+7)	943	954	1,2	11
9	Résultat brut (3+8)	2 063	1 915	-7,2	-148
10	Frais de personnel	454	459	1,1	5
11	Frais d'exploitation	340	340	0,0	0
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	794	799	0,6	5
13	Impôts divers, taxes et redevances	12	11	-8,3	-1
14	Amortissements sur immobilisé non financier	74	74	0,0	0
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1 183	1 031	-12,8	-152

Source: BCL

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.

Le résultat brut, couvrant l'ensemble des revenus bancaires de la place, diminue de 7,2 % pour s'établir à 1 915 millions d'euros au 31 mars 2004.

Ainsi, la marge sur intérêt est en régression de 14,2 % et atteint 961 millions d'euros au 31 mars 2004 contre 1 120 millions d'euros à la même date de l'année précédente. Cette diminution s'explique par la faiblesse continue de la rémunération sur les marchés monétaires et des marchés obligataires et cela en dépit d'un allongement de la somme des bilans.

De plus, le niveau historiquement bas des taux d'intérêt a eu pour conséquence que les établissements de crédit n'ont pu profiter que marginalement de la dernière baisse des taux directeurs de 50 points de base, survenue le 6 juin 2003. Les intérêts perçus ainsi que des intérêts bonifiés ont par conséquent baissé en chiffres absolus.

Fin mars 2004, les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 8 150 millions d'euros (en baisse de 21,3 % sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient un montant de 10 358 millions d'euros (en diminution de 22,2 % par rapport au 31 mars 2003). 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 50,2 % au 31 mars 2004.

Le résultat hors intérêts a été marqué par une hausse du solde net sur commissions et une hausse des revenus sur réalisations de titres ainsi que par une baisse considérable des revenus nets sur divers. Le solde sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et par les fonds d'investissements pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire et pour certaines d'administration centrale, a su profiter des conditions plus robustes présentes sur les marchés financiers et du regain de l'activité boursière.

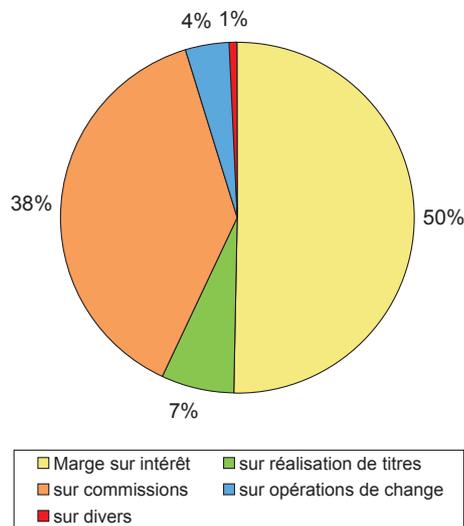
Ces facteurs expliquent la hausse des commissions qui se chiffre à 125 millions d'euros (+20,5 %) sur 12 mois, soit 610 millions d'euros au 31 mars 2003 contre 735

millions d'euros un an plus tard. Cela est confirmé par une hausse de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC (+25,3 % en variation annuelle, dont 3,1 % de hausse pour les OPC monétaires), sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques.

Au niveau des frais, on constate un renversement de la tendance de maîtrise des coûts observée dans les trimestres précédents. Ainsi, les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) montrent une hausse modérée de 0,6 % (+5 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 799 millions d'euros au 31 mars 2004 contre 794 millions d'euros un an plus tôt. L'ensemble de cette hausse est imputable aux frais de personnel et cela en dépit d'une baisse des effectifs.

Graphique 35

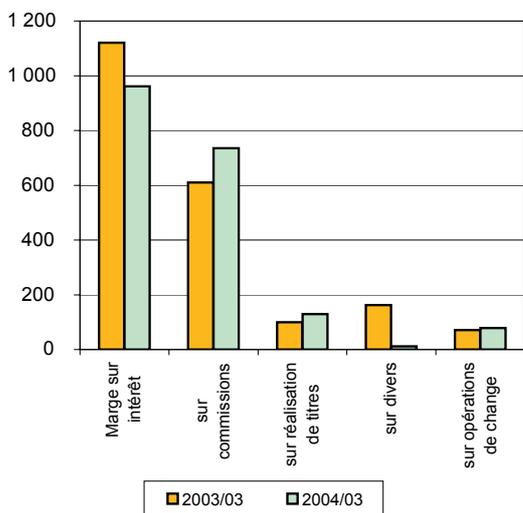
Pondération des principales composantes dans les revenus bancaires au cours du premier trimestre de 2004



Source: BCL

Graphique 36

Evolution et ventilation des principales composantes des revenus bancaires au cours du premier trimestre de 2003 et de 2004 (en millions d'euros)



Source: BCL

La baisse du résultat avant provisions de 12,8 % ou 152 millions d'euros s'explique donc par le cumul d'une hausse des frais généraux et d'une diminution du résultat brut.

1.3.9 Le commerce extérieur

Au cours du premier trimestre de l'année 2004, le déficit du commerce extérieur a atteint 817 millions d'euros en données brutes contre 715,6 millions pour le même trimestre de l'année 2003, soit une hausse de 14,2 %. Cette détérioration du solde commercial résulte d'une hausse des importations de biens, combinée à une réduction des exportations. Ainsi, par rapport au premier trimestre 2003, les importations ont augmenté de

2,4 % pour atteindre 3 140 millions d'euros au premier trimestre 2004, alors que les exportations ont diminué de 1,3 % pour s'établir à 2 323 millions d'euros au premier trimestre de l'année en cours.

Les contributions à la hausse des importations de biens proviennent essentiellement des rubriques suivantes: matériel de transport, produits manufacturés, produits alimentaires, boissons et tabac. Par contre, les importations de produits énergétiques ainsi que les fournitures de produits chimiques et produits connexes sont en net recul au premier trimestre de l'année en cours.

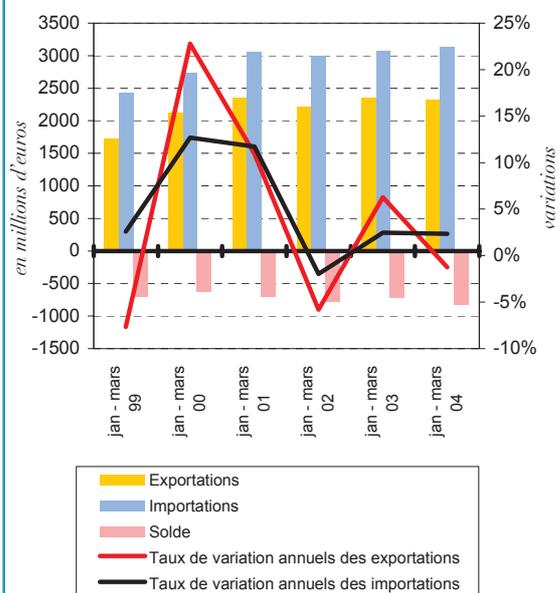
En ce qui concerne les principaux fournisseurs du Luxembourg, durant le premier trimestre de l'année 2004, les achats de marchandises en provenance d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) et d'Asie ont fortement augmenté mais ils ne représentent ensemble que 8,5 % des parts de marché. Les importations en provenance de l'UE-25 ont reculé de 1,7 %, essentiellement sous l'effet du recul des fournitures de la zone euro qui représentent 85,5 % de toutes les importations du Luxembourg.

Pour les exportations, le recul de 1,3 % observé au premier trimestre 2004 s'explique par la réduction des livraisons de machines et équipements (- 12,6 %), de matériel de transport (- 8 %) et d'articles manufacturés divers (- 7,2 %). Ces trois catégories de biens constituent ensemble près de 40 % de toutes les exportations du Luxembourg. L'effet de ces trois baisses sur l'ensemble des exportations a été limité par la bonne tenue des livraisons du secteur sidérurgique qui ont progressé de 5,2 %.

En termes de répartition géographique, au premier trimestre 2004, seules les exportations vers la zone euro ont progressé de 2,1 %. Les exportations vers tous les pays hors zone euro ont par contre fortement reculé. La faiblesse des ventes hors zone euro, dans un contexte caractérisé par l'affermissement progressif de la demande internationale, pourrait s'expliquer entre autres par la vigueur de l'euro par rapport aux principales devises internationales.

Graphique 37

Commerce extérieur du Luxembourg



Source: STATEC

1.3.10 La balance des paiements courants

1.3.10.1 Le compte courant

Au premier trimestre 2004, le surplus courant du Luxembourg s'est établi à 912 millions d'euros contre un excédent de 421 millions d'euros au même trimestre de l'année 2003. Cette forte amélioration du surplus courant reflète l'embellie des activités de services, combinée à une baisse du déficit des marchandises et des revenus, tandis que le solde des transferts courants continue à se dégrader.

Dans le contexte de la balance des paiements, l'importante réduction (-33 %) du déficit des marchandises s'explique essentiellement par les achats de carburant au Luxembourg par les professionnels routiers et surtout par le surplus des transactions sur or non monétaire²². Ainsi, les ventes nettes d'or non monétaire se sont établies à près de 200 millions d'euros au premier trimestre 2004 contre un déficit de 10 millions au même

trimestre de 2003. Les opérations sur or non monétaire ont eu à la fois un effet négatif sur les importations et un effet positif sur les exportations de marchandises. Au total, les importations se sont en effet réduites de 3,3 % au premier trimestre 2004 alors que les exportations ont augmenté de 2,5 %.

Le surplus de la **balance des services** s'est établi à 2,3 milliards d'euros au premier trimestre 2004, soit une hausse de 15,7 % par rapport au niveau atteint sur la même période de 2003. Deux catégories de services ont contribué à cette amélioration: les services financiers et les services informatiques. L'excédent dégagé par les services financiers s'est en effet élevé à 1,5 milliard d'euros au premier trimestre 2004, soit une hausse de 25 % par rapport au même trimestre de 2003. L'embellie des services financiers entamée depuis le début du deuxième semestre 2003 s'est donc poursuivie au premier trimestre 2004, suite notamment à l'évolution favorable du secteur des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue la base de perception des commissions financières.

Parmi les autres rubriques du compte courant, le déficit global des **revenus** s'est élevé à 745 millions d'euros au premier trimestre de cette année, soit une réduction de 11,8 % par rapport au même trimestre de 2003. Cette baisse provient des revenus nets d'investissements qui ont dégagé un excédent de 87 millions d'euros durant le premier trimestre 2004 alors qu'ils s'étaient soldés par un déficit exceptionnel de 59 millions d'euros au même trimestre de 2003. En revanche, le déficit des rémunérations versées aux travailleurs frontaliers poursuit sa progression (+ 5,8 %).

Enfin, le déficit structurel des **transferts courants** s'est alourdi, passant de 185 millions d'euros au premier trimestre 2004 à 278 millions au même trimestre de 2004.

1.3.10.2 Le compte financier

Au cours du premier trimestre 2004, les transactions financières du Luxembourg avec le reste du monde se sont soldées par des sorties nettes de 485 millions d'euros contre 985 millions sur la même période de 2003. Ce niveau relativement bas du solde net des opérations financières s'explique par d'importantes compensations survenues entre différentes rubriques. Les sorties nettes de 7,5 milliards d'euros enregistrées sur

²² Ces transactions ne sont pas enregistrées par les statistiques du commerce extérieur commentées au paragraphe précédent.

les postes «investissements directs» et «autres investissements» ont été compensées par des entrées nettes d'environ 7 milliards au titre d'«investissements de portefeuille» et de «produits financiers dérivés».

Les sorties nettes d'investissements directs s'expliquent par des opérations de prêts intra-groupes qui se sont traduites par un solde net de 2 milliards d'euros en faveur du reste du monde.

La rubrique «**autres investissements**» s'est soldée par des sorties nettes de 4,9 milliards d'euros au premier trimestre de l'année en cours alors qu'elle s'était soldée, au même trimestre de 2003, par des entrées nettes de 6,8 milliards d'euros. Ce retournement de tendance, entamé en fait depuis le deuxième trimestre 2003, est attribuable à la fois aux intermédiaires financiers monétaires, dont les avoirs nets envers les non-résidents ont augmenté d'environ 3 milliards au premier trimestre 2004, et aux «autres secteurs», qui ont considérablement accru leurs prêts et dépôts à l'étranger.

Pour les investissements de portefeuille, des entrées nettes de près de 5 milliards d'euros ont été enregistrées au premier trimestre 2004, contre des sorties nettes de 8 milliards au même trimestre de l'année précédente. Ces entrées nettes résultent essentiellement des transactions sur titres de participation. En effet, la reprise des investissements en actions, à la faveur de la remontée générale des cours boursiers, s'est confirmée au premier trimestre de 2004. Les résidents luxembourgeois ont ainsi investi 15 milliards d'euros en actions étrangères au premier trimestre 2004 alors qu'ils avaient désinvesti à concurrence de 10,9 milliards au même trimestre de 2003. De même, les non-résidents ont acquis des titres de participation émis au Luxembourg à concurrence de 20 milliards d'euros au premier trimestre 2004. Les transactions sur titres de participation se sont donc soldées par des entrées nettes d'environ 5 milliards d'euros. En ce qui concerne les titres de créance, au premier trimestre 2004, les entrées et les sorties se sont compensées à due concurrence.

Tableau 14 *Balance des paiements du Luxembourg*⁽¹⁾

En millions d'euros	2003 T1			2004 T1		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	19 643,9	19 222,9	421,0	22 060,5	21 148,7	911,8
Marchandises	2 710,2	3 235,3	-525,1	2 777,9	3 129,1	-351,2
Services	5 169,8	3 193,6	1 976,1	6 525,8	4 239,6	2 286,2
Revenus	10 969,5	11 814,5	-845,0	11 963,1	12 708,0	-744,9
Transferts courants	794,5	979,5	-185,1	793,7	1 072,0	-278,2
COMPTE DE CAPITAL	14,6	51,8	-37,2	9,2	28,8	-19,6
	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Solde</i>	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Solde</i>
COMPTE FINANCIER ²⁾			-984,8			-485,3
INVESTISSEMENTS DIRECTS ³⁾	-16 534,3	17 114,3	580,0	-6 122,2	3 545,9	-2 576,3
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-15 770,9	15 289,0	-482,0	-2 257,3	1 805,0	-452,2
Autres opérations, Prêts intragroupes	-763,4	1 825,3	1 061,9	-3 865,0	1 740,9	-2 124,1
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	17 721,8	9 482,2	-8 239,7	-12 949,8	17 916,3	-4 966,5
Titres de participation	10 862,1	7 092,1	17 954,2	-15 070,6	20 063,5	4 992,9
Titres de créance	-28 584,0	2 390,0	-26 193,9	2 120,8	-2 147,2	-26,4
Obligations	-26 288,9	2 297,7	-23 991,2	-8 239,3	1 522,0	-6 717,3
Instruments du marché monétaire	-2 295,0	92,4	-2 202,7	10 360,1	-3 669,2	6 690,9
PRODUITS FINANCIERS DERIVES			-126,2			2 012,2
AUTRES INVESTISSEMENTS	-1 170,5	7 970,3	6 799,7	-21 578,5	16 684,3	-4 894,3
AVOIRS DE RESERVE			1,4			6,6
Erreurs et omissions			601,0			-406,9

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. Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une augmentation, un signe positif une diminution.

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

Evaluation de la qualité des statistiques de balance des paiements par une analyse du poste «Erreurs et Omissions nettes»

Source et définition

La balance des paiements enregistre, au cours d'une période déterminée, toutes les transactions économiques entre les résidents d'une économie et le reste du monde. Le principe fondamental de l'élaboration de la balance des paiements est le système d'enregistrements en partie double. Chaque transaction économique doit donner lieu à deux écritures comptables de montants égaux. L'une des écritures représente un crédit pour l'économie. L'autre écriture, de valeur nécessairement égale, est un débit pour l'économie. Selon ce principe d'enregistrement en partie double, la somme de tous les montants inscrits en crédit doit nécessairement être identique à la somme des montants inscrits en débit, de sorte que le solde de toutes les écritures de la balance des paiements est égal à zéro.

Toutefois en pratique, les statisticiens n'appliquent pas à la lettre le principe de la comptabilité en partie double, les données de base étant obtenues à partir de systèmes de collecte imparfaits et/ou à partir de sources souvent différentes. Il en résulte que les comptes de la balance des paiements ne s'équilibrent pas, laissant ainsi apparaître un crédit net ou un débit net. Pour équilibrer les comptes, les statisticiens doivent passer une écriture de signe contraire mais de montant égal à ce crédit net ou débit net. Cette écriture est connue sous le terme d'«erreurs et omissions nettes». Comme l'indique le nom, les erreurs et omissions proviennent donc de données manquantes et /ou d'erreurs qui surviennent lors de la collecte et du traitement des données.

Impact des erreurs et omissions nettes sur l'analyse économique

Des «erreurs et omissions nettes» systématiquement élevées jettent un doute sur la fiabilité ou sur le degré d'exactitude des comptes de la balance des paiements. On sait à titre d'exemple que les comptes de balance des paiements peuvent être utilisés dans l'analyse des contreparties extérieures de la masse monétaire. L'interprétation qui en découle peut être biaisée par le niveau relativement élevé des «erreurs et omissions nettes». En effet, dans l'analyse monétaire de la balance des paiements, les transactions extérieures du secteur privé non monétaire sont distinguées des transactions des institutions financières monétaires (établissements de crédit et banque centrale). Dans cette présentation, les «erreurs et omissions nettes» sont regroupées avec les transactions extérieures du secteur privé non monétaire. Ainsi, en intervenant directement, au cours d'une période donnée, dans les facteurs ayant été à la base de la variation des avoirs extérieurs des IMFs (et donc de la masse monétaire), les «erreurs et omissions nettes» élevées peuvent biaiser l'analyse économique et conduire ainsi à des jugements erronés. D'où la nécessité de les maintenir à un niveau relativement bas. Toutefois, en dehors du cadre théorique qui veut que toutes les inscriptions au crédit soient exactement égales aux écritures au débit (c'est-à-dire absence d'erreurs et omissions), il n'existe pas de niveau absolu idéal du poste «erreurs et omissions nettes». Lorsque les erreurs et omissions nettes ont néanmoins tendance à persister dans le temps et à aller dans une seule direction, elles remettent en cause la crédibilité des statistiques de la balance des paiements.

Critères d'évaluation de la qualité des statistiques de balance des paiements

Du fait que les statistiques de balance des paiements sont utilisées, entre autres, par les décideurs dans la conduite de la politique économique ou monétaire, une qualité minimale doit être assurée afin de permettre des décisions bien fondées. C'est dans ce but que les institutions internationales (FMI, EUROSTAT, OCDE) ont élaboré un cadre comprenant plusieurs critères d'évaluation de la qualité de la balance des paiements. Ces critères ne se limitent pas uniquement à l'évaluation de l'«exactitude» ou de la «fiabilité» des statistiques. Ils abordent plusieurs autres dimensions dont l'intégrité, le respect des méthodologies internationales, l'accessibilité et l'utilité ou la serviabilité des données. Cette dernière dimension comporte plusieurs éléments (ou critères) dont la cohérence externe et la cohérence interne des statistiques produites. L'analyse du poste «erreurs et omissions nettes» fait partie de l'évaluation de la cohérence interne. Celle-ci postule qu'à long terme, les «erreurs et omissions nettes» doivent être stables et proches de zéro.

Le groupe technique de la BCE chargé d'élaborer les critères de qualité des statistiques de la zone euro a défini des critères précis portant sur la cohérence interne de la balance des paiements, c'est-à-dire sur le poste «erreurs et omissions nettes». Ces critères sont les suivants:

- 1) La moyenne, en valeur absolue, du poste «erreurs et omissions nettes» au cours d'une période donnée. Les «erreurs et omissions nettes» doivent afficher un comportement aléatoire, ce qui implique qu'à long terme, leur moyenne tende vers zéro.
- 2) La moyenne du carré des «erreurs et omissions nettes». Contrairement à la première, cette deuxième mesure offre l'avantage d'être décomposée en deux composantes, l'une étant le «biais» et l'autre la «variance». Celle-ci permet d'évaluer la stabilité dans le temps des erreurs et omissions nettes. Cette mesure peut ensuite être normalisée à l'unité et permettre ainsi les comparaisons internationales.
- 3) Le troisième critère permet de compter, sur quelques périodes successives, le nombre de fois (N) que les «erreurs et omissions nettes» ont pris un signe positif (crédit net) par rapport au nombre de fois qu'elles ont pris un signe négatif (débit net), permettant ainsi d'évaluer l'existence ou non d'une «erreur systématique».
- 4) Afin de tenir compte de la taille de l'économie, surtout dans les comparaisons internationales, le résultat du critère n° 1 peut être divisé par le PIB ou par les avoirs financiers extérieurs du pays.

Résultats pour la balance des paiements du Luxembourg

Les statistiques complètes de balance des paiements du Luxembourg n'existent que depuis 2002, ce qui laisse une période très courte pour le calcul des indicateurs ci-dessus. La petite taille de l'échantillon n'empêche néanmoins pas de procéder à une première évaluation basée sur la dimension de serviabilité et plus précisément sur les seuls critères de cohérence interne exposés ci-dessus. Les résultats de calcul de ces quatre critères, appliqués aux données trimestrielles de la balance des paiements du Luxembourg, sont présentés au tableau suivant.

Tableau 15 Critères d'évaluation des erreurs et omissions nettes (E&O)

Périodes	Nombre d'E&O positives	Moyenne en valeur absolue			Moyenne du carré des E&O		
		1 ^{er} quartile	3 ^e quartile	Biais (%)	Variance (%)		
2002 T1 - 2003 T4	3 (sur 8)	674	382	758	822	2 %	98 %

Source: BCL

Il s'en dégage les éléments suivants:

- 1) En valeur absolue, il s'avère que les «erreurs et omissions nettes» sont en moyenne de 674 millions d'euros par trimestre sur la période 2002-2003. Pour se faire une idée sur l'ordre de grandeur, on pourrait comparer ces «erreurs et omissions nettes» au solde courant moyen qui est de 599 millions d'euros par trimestre pour la période analysée. Toutefois cette comparaison avec le solde courant n'a pas beaucoup de sens en soi. En outre, dans la balance des paiements du Luxembourg, les flux bruts²³ des transactions courantes sont minimes (20,9 milliards d'euros en moyenne trimestrielle) comparés aux flux bruts du compte financier (2 253 milliards d'euros en moyenne trimestrielle).
- 2) La décomposition de la moyenne du carré des «erreurs et omissions nettes», qui a atteint 822 millions d'euros sur la période 2002-2003, fait apparaître une faible proportion (2 %) de biais dans les statistiques de balance des paiements du Luxembourg, en comparaison avec la variance (98 %). Cette forte volatilité de la balance des paiements du Luxembourg, telle qu'elle est suggérée par la forte proportion de la variance, est à mettre en relation avec l'ampleur des flux financiers qui passent par la place financière.

²³ Les flux bruts correspondent à la somme des «crédit» et des «débit» divisée par deux.

- 3) Le nombre de fois que les «erreurs et omissions nettes» ont été positives est de trois sur huit observations (37,5 %). Les erreurs et omissions nettes affichent un caractère quelque peu aléatoire même si les erreurs négatives tendent à dominer.
- 4) L'absence des données trimestrielles sur le PIB ou sur les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ne permet pas d'appliquer totalement le critère n° 4. De toutes façons, en ce qui concerne le PIB, son niveau paraît relativement faible par rapport à l'ampleur des flux financiers du Luxembourg. Une autre mesure pouvant rendre suffisamment compte du caractère de «centre financier international» est donc indispensable. Cette mesure peut être l'ensemble de flux bruts²⁴ enregistrés par la balance des paiements. Ces flux bruts concernent essentiellement le compte financier comme indiqué ci-dessus. Sur la période 2002-2003, l'ensemble d'écritures de la balance des paiements du Luxembourg totalisait en moyenne 2 274 milliards d'euros par trimestre tant au crédit qu'au débit. A 0,01% en moyenne des flux bruts totaux, les «erreurs et omissions nettes» de la balance des paiements du Luxembourg paraissent relativement minimes, lorsqu'on sait que la marge d'erreur généralement admise en statistiques varie entre 1 % et 5 %.

Conclusion

Comme le souligne le FMI dans la 5^e édition du Manuel de la Balance des paiements (p. 7, paragraphe 17), le degré d'exactitude de la balance des paiements ne se juge pas par le seul niveau absolu des «erreurs et omissions nettes» étant donné que les estimations fortement erronées ou manquantes peuvent se compenser, pour laisser un solde net très faible. En outre, il convient de souligner que les résultats ci-dessus ne concernent qu'une seule dimension de la qualité, à savoir la serviabilité dont un seul élément a été analysé, celui lié à la cohérence interne. L'étude d'autres dimensions (fiabilité, intégrité, accessibilité et conformité aux normes internationales) paraît indispensable si l'on veut évaluer la qualité globale des statistiques de balance des paiements du Luxembourg.

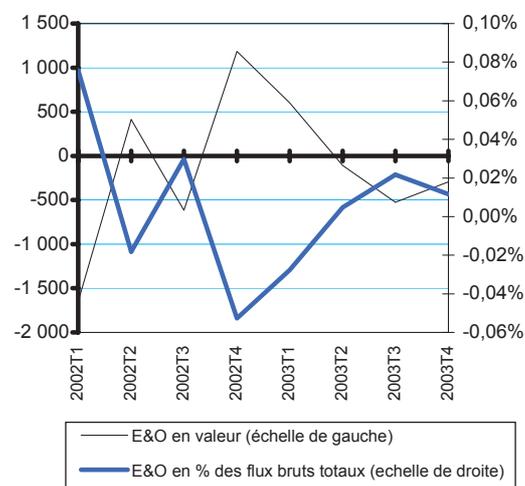
Par ailleurs, la taille modeste de l'échantillon ne permet pas de pousser l'analyse au niveau des indicateurs de long terme. Notons aussi que les résultats dépendent des propriétés des données disponibles dont les révisions futures auront un impact sur les conclusions ci-dessus.

En définitive sur la période 2002-2003, même si elles affichent d'importantes fluctuations, les «erreurs et omissions nettes» de la balance des paiements sont relativement faibles lorsqu'on les compare à l'ampleur des flux financiers qui passent par le Luxembourg, ce qui à ce stade permet de porter un jugement favorable sur la qualité de la statistique établie.

²⁴ Les flux bruts constituent une approximation de «vrais» flux puisqu'ils incorporent des données «erronées» tout en ne tenant pas compte des transactions «omisées» (dont l'ampleur n'est pas connue par définition).

Graphique 38

Evolutions des «erreurs et omissions nettes»



Source: Calculs BCL

1.3.11 Les projections macro-économiques

Les dernières projections macro-économiques de la BCL datent de novembre 2003 et ont été élaborées dans un contexte d'une manifestation timide des premiers signes de reprise économique. L'économie de la zone euro était notamment sur le point d'emprunter le chemin d'une croissance graduelle, quoiqu'encore relativement molle. Le Luxembourg semblait également profiter de cette amélioration conjoncturelle selon les données du secteur bancaire et de l'industrie. Une stabilisation de la croissance du PIB réel en 2003 par rapport à 2002 se profilait ainsi et justifiait une fourchette de croissance s'étalant de 1,7 % à 2,7 % en 2004. Ce scénario d'une accélération continue du PIB réel en 2004 a été confirmé en début 2004²⁵.

Depuis lors, les statistiques économiques, aussi bien pour 2003 que pour le début 2004, ont soit confirmé le scénario initial, soit surpris à la hausse. Selon les comptes nationaux pour 2003, la croissance du PIB réel de l'ordre de 2,1% se serait établie à un niveau supérieur aux anticipations. Ceci provient d'une part de facteurs liés à la taxation indirecte en 2003 et, d'autre part, de révisions liées aux comptes nationaux pour 2002. Mais

la surprise n'est pas tant liée à une croissance du PIB plus vigoureuse qu'anticipée initialement : elle provient avant tout du partage de la valeur ajoutée brute et de la légère amélioration de la marge de profit en 2003, qui fait suite à deux années de baisses sévères des profits des entreprises. Le déséquilibre entre le salaire réel et la productivité qui s'était créé en 2001 et 2002 ne se serait ainsi pas creusé davantage en 2003. S'il n'y a pas encore eu de corrections pour les évolutions passées, la croissance des deux agrégats ne s'étant établie qu'à des niveaux proches de 0 %, ces éléments semblent pourtant indiquer qu'un processus d'ajustement de l'économie luxembourgeoise a été entamé plus tôt que prévu. La légère baisse du salaire réel en 2003 est un phénomène extrêmement rare dans une économie caractérisée par un système d'indexation généralisée des salaires à l'inflation. Selon les informations disponibles, la faible progression des salaires nominaux tiendrait surtout à une baisse des salaires élevés dans le secteur bancaire, qui compenserait alors largement les hausses de salaires réels dans les autres secteurs, entre autres dans le secteur public. Du coup, les coûts salariaux unitaires ont décéléré fortement et ont entraîné l'amélioration de la marge de profit.

25 Rapport annuel 2003

**Tableau 16 Synthèse des comptes nationaux
(en taux de variation annuel,
respectivement en points de
pourcentage)**

	2001	2002	2003
Marge de profit (1-2)	-6,5	-4,3	0,3
Déflateur du PIB (1)	1,9	0,7	2,1
Coût unitaire du travail (2=3-4)	8,4	5,0	1,8
Coût salarial moyen (3)	4,0	3,9	1,9
Echelle mobile des salaires (a)	3,1	2,1	2,1
Salaire réel (3-a)	0,8	1,8	-0,2
Productivité (4=5-6)	-4,1	-1,0	0,0
PIB réel (5)	1,3	1,7	2,1
Emploi total (6)	5,7	2,8	2,1

Source: STATEC, calculs BCL.

En général, l'optimisme est de mise dans les projections macro-économiques des institutions internationales. Des accélérations relativement importantes en 2004 par rapport à 2003 sont projetées à la fois pour le commerce international, le PIB mondial et le PIB de la zone euro. Bien que la zone euro demeurerait à la traîne par rapport aux autres grands blocs économiques, elle bénéficierait également de la reprise des échanges internationaux.

Tableau 17 Projections des institutions internationales (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

	2003	2004	2005
Commerce mondial (OCDE)	4,5 (+0,5pp)	8,6 (+1,2pp)	10,2(+1,1pp)
PIB mondial (CE)	3,7 (+0,4pp)	4,1 (+0,4pp)	4,3 (+0,2pp)
PIB zone euro (CE)	0,4 (+/-0pp)	1,7 (-0,1pp)	2,3 (+/-0pp)
PIB zone euro (OCDE)	0,5 (+/-0pp)	1,6 (-0,2pp)	2,4 (-0,1pp)
PIB zone euro (BCE)	0,5 (+0,1pp)	1,4 - 2,0 (+/-0,0pp)	1,7 - 2,7 (+0,2pp)

Source: Banque centrale européenne, Commission européenne, OCDE

Les conditions financières demeurent en général très favorables, avec des taux d'intérêt réels à court terme proches de zéro, voire négatifs, dans la zone euro. Aux Etats-Unis, le resserrement monétaire n'a pas encore débuté. Tandis qu'au niveau des taux longs une hausse d'environ 100 points de base en avril et mai a pu être observée. Ce relatif durcissement des conditions monétaires s'est vraisemblablement opéré sur fond des anticipations d'une hausse des taux d'intérêt à court terme, elle-même motivée par la résurgence des craintes

d'inflation dans le sillage de l'accélération de l'activité économique et de ses retombées sur le marché de l'emploi. Le léger recul des marchés boursiers sur cette période s'insère aussi dans ce contexte et non dans celui d'une révision à la baisse des anticipations de croissance. L'évolution du prix du pétrole a par contre pris un tournant au cours des deux derniers mois qui n'est pas vraiment incorporée dans les projections des institutions internationales. Celui-ci a atteint des niveaux proches de 40\$/bl et, s'il persistait à ce niveau,

risquerait d'hypothéquer ce scénario de croissance économique favorable.

Le premier trimestre de l'année 2004 confirme le scénario de croissance au sein de la zone euro puisqu'il s'est soldé par une accélération surprenante de l'activité économique. La progression du PIB réel de 0,6% par rapport au trimestre précédent constitue la plus forte croissance depuis le quatrième trimestre 2000 et dépasse les attentes notamment de la Commission européenne telles qu'exprimées dans ses projections d'avril.

Au Luxembourg, les données disponibles pour le premier trimestre sont plus restreintes. Les enquêtes de

conjoncture dans l'industrie témoignent d'un optimisme extraordinaire des chefs d'entreprises. Parallèlement, le secteur bancaire profite d'une amélioration progressive des revenus nets sur commissions, c'est-à-dire du chiffre d'affaires provenant des opérations liées à l'activité boursière et aux marchés financiers en général. La demande internationale adressée au Luxembourg, un facteur-clé pour une économie tournée vers l'extérieur, devrait demeurer sur un sentier d'expansion et gagnerait davantage en vitesse en 2005. Les importations de nos partenaires commerciaux ont en général été révisées à la hausse par rapport à l'exercice d'automne 2003. En somme, les conditions sont réunies pour pouvoir compter sur une poursuite de la croissance économique en 2004 et au-delà.

Tableau 18 *Importations de biens de nos partenaires commerciaux et demande internationale adressée au Luxembourg (en taux de variation annuel)*

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

Source: Commission européenne

Sur base des informations disponibles concernant tant la situation actuelle que le futur proche, l'économie luxembourgeoise se trouve dans une phase de transition. Après une période de trois années de croissance relativement faible, quoi qu'encre nettement supérieure à celle des pays voisins, le Luxembourg passerait à une vitesse accrue en 2004 et tirerait en particulier profit du dynamisme du commerce international. Les éléments de nature domestique, susceptibles d'inhiber sérieusement cette croissance, semblent en effet rares. Par contre, un retour vers les années de forte croissance de la fin des années 90 n'est pas projeté. Cette phase de transition sera vraisemblablement aussi celle de la poursuite d'un processus d'ajustement au niveau du marché de l'emploi, à la fois pour sa composante volume (nombre d'employés) que pour sa composante prix (salaires).

En partant de l'optique production du PIB, on devrait observer une modification de la composition de la croissance en 2004. Un certain optimisme est permis pour l'industrie et le secteur commercial élargi, y compris les transports et communications, qui devraient bénéficier de l'accélération économique dans les pays voisins ainsi que de la reprise des échanges commerciaux. Par contre, le secteur de la construction et le secteur public devraient connaître une certaine décélération. Le gel de l'emploi dans le secteur public tout comme la décélération de la croissance des dépenses publiques devraient laisser leurs marques. Cette dernière mesure jouerait également dans la construction, où l'on devrait observer un recul des grands chantiers d'infrastructure et une certaine retenue au niveau des investissements. Le secteur élargi des services (activités financières,

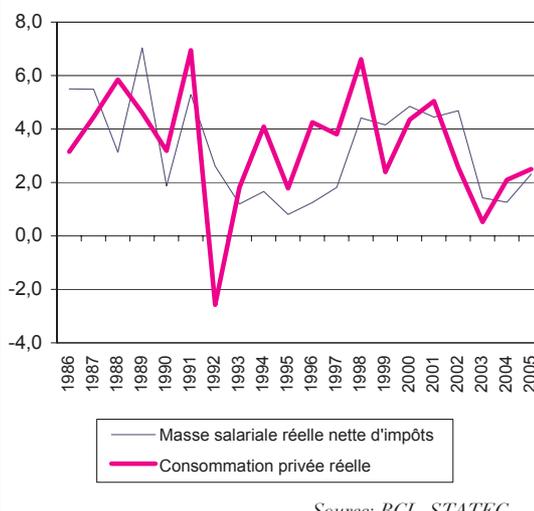
services immobiliers, location et services aux autres entreprises) qui autrefois figurait comme moteur de la croissance au Luxembourg, a connu au cours des trois dernières années un développement inférieur à celui du reste de l'économie. Cette évolution tient avant tout à la nature et à l'origine du ralentissement conjoncturel passé. En 2004, il y a lieu de miser à nouveau sur une reprise d'une croissance économique modeste sur base notamment d'un secteur bancaire qui renouerait avec la croissance de ses résultats.

In fine, si on table sur une stabilisation de la croissance de la valeur ajoutée brute totale dans l'économie excluant le secteur des services ainsi que sur une modeste reprise dans le secteur des services, un scénario relativement prudent au vu des observations de moyen terme, on devrait, en 2004, connaître une nouvelle accélération de la valeur ajoutée brute totale excluant les SIFIM qui devrait alors se situer entre 2,3 % et 2,9 %, contre 1,7 % en 2003. Une contribution positive de la taxation indirecte au PIB serait à attendre sur base des activités d'entreprises nouvellement implantées au Luxembourg - l'impact recensé en 2003 n'étant en effet pas encore en année pleine - ce qui porterait alors la croissance du PIB réel entre 2,7 % et 3,3 % en 2004. En 2005, un acquis de croissance plus important, ainsi qu'un dynamisme plus soutenu de l'activité économique permettront une nouvelle accélération de la croissance du PIB entre 3 % et 4 %.

Dans l'optique dépenses du PIB, la croissance des exportations nettes sera vraisemblablement plus dynamique que celle de la demande domestique. La consommation privée a connu une décélération importante au cours des dernières années. Sa croissance est passée de 5,1 % en 2001 à 2,8 % en 2002 puis à 1,2 % en 2003. Dans le contexte de la progression des salaires réels, de l'emploi national, mais surtout de la réforme fiscale pour les ménages, cette évolution est pour le moins timide. D'autres déterminants du revenu disponible réel des ménages, tels que les transferts aux ménages ou les autres revenus ont joué un rôle. Des effets de richesse, via les turbulences sur les marchés des actions, ne sont a priori pas à exclure mais, en l'absence de données fiables, il est difficile d'en juger. Bien que l'emploi national décélèrera en 2004, la progression des salaires réels et l'épargne de précaution constituée au cours des dernières années, fournissent des atouts pour une accélération de la consommation privée. Une accélération des dépenses, corrigeant la retenue lors des trois dernières années, n'est pas à exclure au fur et à mesure que la reprise économique se confirme, engendrant un abaissement du niveau d'incertitude dans le chef des consommateurs.

Graphique 39

Consommation privée et masse salariale réelle nette d'impôts (en taux de variation annuel)



Source: BCL, STATEC

La rémunération du travail devrait évoluer favorablement en 2004 par rapport à la hausse de 1,9 % en 2003. D'une part, la contribution de l'indexation sera déjà de 1,9pp et, d'autre part, les salaires dans le secteur public ont été augmentés de 1,6 %. Bien que la progression des salaires réels sera vraisemblablement moins généreuse dans le secteur privé et que le salaire minimum n'a pas été ajusté, une simple stabilisation du salaire réel en 2004 n'est pourtant guère justifiée. Les résultats du secteur bancaire et financier en général se trouvent sur une voie d'amélioration, de sorte qu'un nouvel ajustement au niveau des salaires dans la globalité et en particulier pour ce qui concerne la frange des gros salaires ne semble pas de mise.

L'ajustement sur le marché de l'emploi devrait par contre encore se poursuivre. Un retour vers une situation d'équilibre, c'est-à-dire un accroissement de la productivité du travail en phase avec celle observée dans le passé, soit proche de 2 %, implique inévitablement une faible progression de l'emploi à la lumière d'une croissance prévue du PIB réel qui, en moyenne, ne dépasserait pas les 4 %.

La poursuite, en 2004, de l'amélioration de la marge de profit entamée en 2003 ne devrait pas aboutir à une restauration de la situation d'avant 2001. Pour cela, une poursuite de la modération salariale sera nécessaire, de même que pour s'adapter à la donne d'une croissance en moyenne plus faible que durant la fin des années 90. Avec une augmentation faible de la produc-

tivité, une progression modérée des salaires est requise afin d'éviter un nouveau dérapage des coûts salariaux unitaires. Ces derniers ont notamment connu une évolution supérieure à celle des pays voisins au cours des dernières années. Dans un tel scénario, une amélioration rapide de la situation du chômage, qui s'est aggravée depuis 2001, ne peut être anticipée.

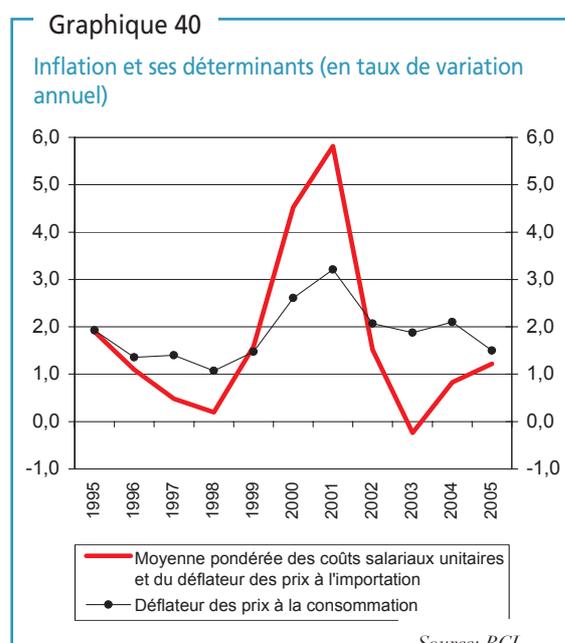
L'inflation, telle que mesurée par l'IPCN, ne devrait à court terme pas connaître un repli rapide et, pour 2004, on anticipe une stabilisation à un taux de 2,1 %²⁶. Compte tenu de la situation conjoncturelle, ce niveau d'inflation se situe à un niveau élevé, aussi bien par rap-

port à la fin des années 90 que par rapport aux pays voisins. Si à court terme, l'accélération de l'inflation est en grande partie alimentée par la hausse du prix du pétrole, la décélération de la hausse des prix excluant la composante énergétique est fort lente. Cette décélération devrait en revanche se poursuivre en 2005, en dépit de l'amélioration conjoncturelle projetée. Ce scénario se base sur une inflation importée relativement faible, une évolution du chômage et partant une certaine modération salariale qui devrait par conséquent limiter la hausse des prix des services. En 2005, l'inflation moyenne devrait passer en dessous de 2 %, ne donnant ainsi pas lieu à un ajustement automatique des salaires.

Tableau 19 Synthèse des projections macro-économiques (en taux de variation annuel, sauf taux de chômage)

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

Source: BCL



Analyse des risques

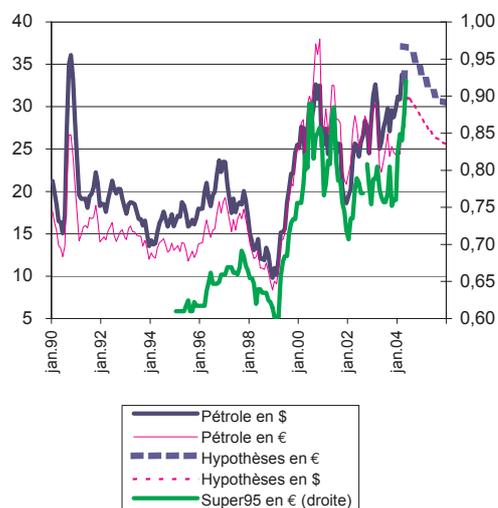
Ce scénario de croissance conditionnel à une série d'hypothèses, dont en particulier l'observation d'une certaine modération salariale, n'est pas dépourvu de risques. L'appréciation de l'euro par rapport au dollar a constitué le principal risque lors de l'exercice de novembre 2003, du fait de l'état fragile de la reprise dans la zone euro. Actuellement, les tendances récentes sur le marché du pétrole sont plus inquiétantes et risquent d'hypothéquer le scénario de base.

Le prix du pétrole est passé de 33,8\$/bl en mars autour des 40\$/bl vers la fin mai. Ceci correspond à son niveau le plus élevé depuis octobre 1990. En revanche, exprimé en euros, son cours demeure encore inférieur à celui relevé en début 2000. Les prix à la pompe pour les carburants ont également flambé et, en raison d'une adaptation de la taxation indirecte en début d'année, ont dépassé les niveaux atteints en 2000.

26 Voir sous 1.2.1.1.

Graphique 41

Prix du pétrole et prix de l'essence au Luxembourg



Sources: STATEC, BCL

Les raisons de cette hausse soudaine sont multiples: l'accélération de la conjoncture mondiale, la forte demande provenant de la Chine, un effet saisonnier aux Etats-Unis, la volonté de l'OPEP de maintenir les prix relativement élevés, les craintes de rupture d'approvisionnement de cette matière première liées aux conflits au Moyen-Orient, ainsi qu'un certain effet spéculatif contre-balançant le fait que, selon les données des organisations internationales, l'offre a dépassé la demande en début 2004. Les niveaux de prix récemment atteints rappellent évidemment les expériences

passées. Il est cependant généralement admis que les effets provoqués par une hausse vers les niveaux de 40\$/bl sont désormais inférieurs à ceux recensés dans le passé, en particulier par rapport aux années 70 ou le début des années 90. D'une part, en termes réels, le niveau des prix actuels est encore inférieur à ce qu'il n'a été dans le passé. D'autre part, l'intensité énergétique des économies a diminué avec le changement structurel, c'est-à-dire un recul de l'importance relative de l'industrie au profit des secteurs de services moins intensifs en pétrole.

Tableau 20 Importance de l'énergie dans l'économie luxembourgeoise (en %)

	1988	2002
Importations nettes de combustibles liquides / Importations totales	10,2	7,7
Importations nettes de combustibles liquides / PIB nominal	7,4	4,2
Consommation d'énergie (1000 tep ²⁷ / PIB) – Industrie	18,1	5,2
Consommation d'énergie (1000 tep / PIB) – Transports	7,6	10,9
Consommation d'énergie (1000 tep / PIB) – Foyers domestiques	6,3	3,6
Pondération énergie dans IPCN	9,6	5,9
Pondération énergie dans IPCH	8,9 ²⁸	9,4

Source: STATEC

27 Tonne équivalent pétrole

28 Calculé approximativement

Il n'en demeure pas moins que la hausse du prix du pétrole agit comme une taxe sur les consommateurs et diminue le revenu disponible réel des ménages - cependant pas au Luxembourg en raison du mécanisme d'indexation des salaires - avec à la clé des impacts négatifs sur la consommation privée. Pour les entreprises, ce choc d'offre engendre une hausse du prix de revient et/ou une baisse de la production. En général, il demeure cependant difficile d'appréhender ces effets, mêmes à l'aide de modèles économétriques en raison du fait que les effets opèrent de manière asymétriques, c'est-à-dire qu'une hausse de prix ne génère pas les mêmes effets (contraires) qu'une baisse d'une ampleur similaire, et non linéaires, c'est-à-dire qu'une hausse de 50 % à partir d'un niveau de 10\$/bl n'engendre pas les mêmes impacts qu'une hausse de 50 % à partir de 20\$/bl.

La Commission européenne a récemment évalué que l'impact de la hausse actuelle du prix du pétrole enlèverait 0,2pp à la croissance économique de la zone euro telle que projetée pour 2004. Les effets sur l'inflation seraient par contre plus sévères à court terme et risqueraient de produire des effets de second tour, via les salaires et les prix des autres biens et services. En 2000, le prix du baril avait progressé en moyenne de 60 %, entraînant une hausse des produits pétroliers de l'ordre de 20 % au Luxembourg. L'IPCN était alors passé de 1 % en 1999 à 3,2 % en 2000, déclenchant une spirale prix-salaires qui a provoqué la succession de plusieurs indexations automatiques endéans une période relativement courte. Si le niveau des prix du pétrole de début juin persistait jusqu'en décembre 2005, alors, par rapport à notre scénario de base, l'impact sur l'IPCN serait une inflation additionnelle de 0,2pp en 2005. Cette simulation sous-entend l'absence d'effets secondaires sur les prix ou d'éventuels effets de demande, qui risquent évidemment d'amplifier le choc initial.

1.3.12 Les finances publiques

La BCL a procédé à une actualisation de ses prévisions relatives à la situation budgétaire des administrations publiques, dans le sillage notamment des derniers comptes nationaux élaborés par le STATEC. Les principales hypothèses et conventions qui ont présidé à l'élaboration de ces prévisions sont décrites ci-dessous, après quoi les résultats obtenus sont brièvement commentés.

Hypothèses de base des prévisions de finances publiques

Les prévisions de finances publiques ont été établies en conformité avec les autres prévisions macro-économiques de la BCL, qui sont décrites par ailleurs. Les prévisions 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. Le montant de ces impôts est particulièrement difficile à anticiper, car plus de cinq années peuvent s'écouler entre le fait générateur de l'impôt et le règlement final, la durée de ce délai pouvant varier en fonction, notamment, des modalités de recouvrement.

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 grande volatilité. A cette difficulté s'ajoutent les incertitudes relatives à l'impact budgétaire de l'installation au Luxembourg de firmes spécialisées dans le commerce électronique. Cet impact a été estimé à 0,6 % par an dans le cadre des présentes prévisions.

Les dépenses de pension et les prestations familiales sont estimées au moyen d'un modèle démographique, tandis que les dépenses de santé futures sont estimées sur la base de données de l'UCM. L'estimation de la rémunération des fonctionnaires et employés publics intègre le mécanisme d'indexation sur les prix, une hausse mécanique de 1,5 % par an - au titre, notamment, de l'ancienneté et de l'avancement - et la hausse des salaires prévue dans le dernier accord salarial (+1,6 % par an de 2002 à 2004). Par hypothèse, la hausse «conventionnelle» des traitements des fonctionnaires et employés publics n'excéderait pas 0,5 % en 2005 et en 2006. Enfin, le nombre de fonctionnaires et employés publics ne s'accroîtrait que faiblement en 2004, du fait de la mise en œuvre du gel de l'emploi dans l'administration centrale. 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, les autres dépenses ont pour la plupart été estimées à partir du projet de budget 2004 et sur la base de leur évolution tendancielle.

Les projections de finances publiques doivent être interprétées avec prudence, car les données macro-économiques sous-jacentes pourraient subir certaines inflexions,

à la hausse ou à la baisse, au cours des prochaines années. A titre d'exemple, un taux de croissance du PIB inférieur à raison de 1% par an aux taux actuellement prévus par la BCL donnerait lieu à un besoin de financement des administrations publiques égal à 1,9, 2,9 et 3,3% du PIB en 2004, 2005 et 2006, respectivement. Le scénario inverse d'une croissance supérieure aux prévisions de la BCL à concurrence d'1% par an induirait quant à lui des déficits limités à 1,2, 1,6 et 1,3% du PIB au cours des trois années précitées.

Il convient également de souligner qu'à ce stade, les prévisions n'intègrent pas l'impact de l'instauration d'un prélèvement à la source sur les revenus d'intérêts des non-résidents ou d'un prélèvement libératoire de 10% sur les revenus de l'épargne des résidents.

Les principaux résultats de l'exercice de prévision

Les nouvelles prévisions de finances publiques sont synthétisées dans le tableau ci-joint. Elles indiquent

qu'après un léger déficit en 2003, les administrations publiques – qui regroupent l'Etat central, les communes et la sécurité sociale – enregistreraient de substantiels déficits à partir de 2004. Ainsi, le besoin de financement atteindrait 1,6% en 2004, sous l'influence déterminante d'un tassement du montant des impôts directs à charge des sociétés et d'une progression toujours soutenue des transferts sociaux, ces derniers passant de 23% du PIB en 2003 à 23,3% en 2004. L'impact budgétaire négatif de ces deux évolutions serait cependant partiellement amorti par les retombées favorables de l'installation au Luxembourg de firmes actives dans le domaine du commerce électronique. Ces retombées étaient déjà nettement perceptible en 2003, comme l'a attesté une forte progression des recettes de TVA par rapport à 2002. L'incidence budgétaire du développement des activités de commerce électronique devrait encore s'amplifier en 2004, car ces activités vont pour la première fois se déployer sur une année entière.

Tableau 21 *La situation des finances publiques luxembourgeoises: prévisions de printemps 2004 de la BCL (en pourcentages du PIB)*

	2001	2002	2003	2004 _p	2005 _p	2006 _p
Ensemble des administrations publiques						
Recettes totales	45,8	47,0	46,7	45,4	44,8	44,2
Dépenses totales	39,6	44,3	46,8	47,0	47,1	46,4
Déficit (-) ou surplus (+)	6,3	2,7	-0,1	-1,6	-2,3	-2,3
Solde apuré de la conjoncture	5,1	2,1	-0,1	-1,2	-1,8	-2,0
Soldes des sous-secteurs						
Etat central	3,1	0,2	-2,0	-2,7	-3,0	-2,9
Communes	0,2	0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5
Sécurité sociale	2,9	2,3	2,0	1,6	1,2	1,2
Prévisions d'automne 2003 de la BCL						
Déficit (-) ou surplus (+)	6,2	2,4	-0,5	-2,0	-2,8	-
Prévisions de printemps 2004 de la Commission européenne (administrations publiques)						
Déficit (-) ou surplus (+)	6,3	2,7	-0,1	-2,0	-2,3	-
Cinquième actualisation du programme de stabilité						
Déficit (-) ou surplus (+)	6,2	2,4	-0,6	-1,8	-2,3	-1,5

Source: Budget 2004, programme de stabilité, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.

p: projections.

Le déficit des administrations publiques s'accroîtrait par la suite, pour atteindre 2,3% du PIB tant en 2005 qu'en 2006. Cette nouvelle détérioration serait due à la conjonction de plusieurs facteurs. En premier lieu, les recettes imputables aux cotisations sociales et aux impôts indirects ne s'accroîtraient que légèrement en 2005 et en 2006, car la masse salariale et la consomma-

tion privée, qui constituent les principaux déterminants de ces recettes, connaîtraient elles-mêmes une progression inférieure à celle du PIB. En second lieu, les impôts directs à charge des sociétés continueraient à se réduire par rapport au PIB du fait de la décélération de la collecte de soldes d'impôts liés aux exercices fiscaux antérieurs, dont l'incidence serait encore exacerbée par l'effet de

retard du ralentissement conjoncturel enregistré à partir de 2001. Enfin, le déficit des administrations publiques relatif à l'année 2004 sera favorablement influencé par une opération non récurrente, à savoir la vente de biens immobiliers par l'Etat, qui devrait se monter à 0,3 % du PIB selon le budget 2004. Cette vente n'aura plus aucun impact budgétaire au-delà de 2004, ce qui donnera lieu à une dégradation mécanique des soldes budgétaires dès 2005. Ces facteurs de dégradation ne seront que partiellement compensés par la réduction du ratio des dépenses publiques au PIB en 2006, qui résulterait pour l'essentiel de la contribution inhabituellement faible du mécanisme d'indexation des salaires et prestations sociales à la hausse des dépenses.

Les projections de printemps 2004 de la BCL laissent augurer des soldes moins défavorables qu'en automne. Cette inflexion est imputable à l'amélioration des variables macro-économiques sous-jacentes, qui semblaient moins bien orientées en automne. En outre, les nouvelles projections prennent en compte les retombées budgétaires favorables de l'installation au Luxembourg de trois firmes de commerce électronique, qui ont été estimées à 0,6 % du PIB par an. A l'inverse, les projec-

tions actualisées font montre de plus de circonspection que celles d'automne en ce qui concerne l'encaissement des soldes de l'impôt des collectivités attribuables aux exercices fiscaux antérieurs.

Après de l'impact de la conjoncture économique, le solde des administrations publiques demeurerait déficitaire à raison de 1,8 % du PIB en 2005 et de 2 % en 2006, alors que d'importants excédents corrigés étaient encore de mise en 2000 et en 2001. Cette dégradation structurelle met en relief la nécessité d'un encadrement de la croissance des dépenses publiques – d'autant que la soutenabilité à terme des finances publiques n'est pas acquise, comme le souligne une analyse reprise dans le présent bulletin. Un contexte macro-économique plus favorable serait d'ailleurs particulièrement propice à la mise en œuvre d'une stratégie de consolidation budgétaire. Une telle stratégie serait plus particulièrement de mise en ce qui concerne l'administration centrale. Comme l'indiquent les comptes SEC 95 élaborés par le STATEC, cette dernière aurait en effet enregistré un déficit de 2 % du PIB en 2003. Les projections de printemps de la BCL suggèrent que ce besoin de financement devrait encore s'accroître au cours de l'horizon de prévision.

Erreurs de prévision et politique discrétionnaire

Le solde budgétaire est influencé par le cycle économique à travers l'opération des stabilisateurs automatiques, c'est-à-dire par le biais de l'augmentation (de la diminution) des recettes fiscales et de la diminution (de l'augmentation) des dépenses liées au sous-emploi lorsque la croissance économique est soutenue (faible). Afin d'isoler la composante discrétionnaire de la politique budgétaire, il est usuel de calculer le solde budgétaire apuré des mouvements cycliques. Les impulsions discrétionnaires de la politique budgétaire sont alors assimilées à la variation de ces soldes apurés dont sont extraits, le cas échéant, les charges d'intérêts. Cependant, une récente étude²⁹ publiée par la Commission européenne met en garde contre une telle assimilation. Les auteurs rappellent que du fait de certaines pesanteurs institutionnelles, qui existent dans la quasi totalité des pays industrialisés, la politique budgétaire peut difficilement être infléchie quand l'évolution de la situation économique infirme les prévisions macro-économiques sur la base desquelles cette politique a été initialement formulée. Les variations du solde apuré qui découlent des effets combinés des erreurs de prévision et de l'inertie inhérente aux processus budgétaires («inertie budgétaire» dans la suite de l'encadré) correspondent à une composante «passive» de la politique budgétaire, qui n'est par définition pas planifiée et doit de ce fait être distinguée de la politique «discrétionnaire» au sens propre. Etant donnée la volatilité élevée de l'économie luxembourgeoise, les effets combinés des erreurs de prévision et de l'«inertie budgétaire» pourraient expliquer ou même excéder les variations du solde budgétaire apuré des mouvements conjoncturels.

Afin d'évaluer l'impact des erreurs de prévision et de l'inertie fiscale sur le solde apuré, la BCL a reconstruit une base de données en «temps réel», qui restitue la perception de la situation économique qu'avaient les autorités lorsqu'elles ont procédé à l'élaboration des chacun des six programmes de stabilité publiés depuis 1999. Même si chacun de ces programmes renferme des projections de la politique budgétaire sur plusieurs années, l'analyse qui suit se focalise sur l'année la plus proche de la date de publication du programme de stabilité en question. En général, les programmes ont été publiés au cours du premier trimestre de l'année retenue ou dans le courant du

29 M. Larch et M. Salto (2003) "Fiscal rules, inertia and discretionary fiscal policy", DG ECFIN, Economic Paper No. 194.

trimestre précédent. En conséquence, il est vraisemblable que la publication de nouvelles données économiques au fil de l'année en question n'a pas fait l'objet d'un ajustement de la politique fiscale par rapport aux plans présentés dans le programme de stabilité. Dans le tableau suivant, la première ligne indique la date de publication du programme de stabilité qui correspond le plus étroitement à chacune des années de la période 1999-2004.

Chaque programme de stabilité passe en revue les développements économiques des années antérieures et présente des projections pour l'année courante et les deux années suivantes. En principe, les projections englobent le solde budgétaire effectif (c'est-à-dire non apuré de l'impact de la conjoncture), la croissance réelle et la croissance nominale du PIB. Lorsque le programme de stabilité ne renferme pas d'informations relatives aux années antérieures, celles-ci ont été reprises de l'Annexe III de la Note de Conjoncture du STATEC publiée immédiatement avant le programme de stabilité en question. Ainsi, la base de données fournit une image ex ante de l'économie au moment de la publication de chaque programme de stabilité et permet une estimation du solde apuré des mouvements conjoncturels, tel qu'il aurait pu être calculé à partir des données macro-économiques disponibles à ce moment. Cette image ex ante peut être comparée avec l'image ex post de l'année en question, telle qu'elle résulte des données de comptabilité nationale publiées par le STATEC en mai 2004 (y compris les révisions relatives à 1999 et aux années ultérieures).

La première partie du tableau compare le solde effectif exprimé en pourcentages du PIB tel qu'il a été présenté dans le programme de stabilité en question (solde ex ante) au solde effectif publiée par le STATEC en mai 2004 (solde ex post). Notons que pour l'année 2004, la différence entre les chiffres ex ante et ex post est modeste, car elle ne reflète qu'une révision à la hausse du PIB nominal dans les prévisions du STATEC publiées en mai par rapport au programme de stabilité publié en décembre. Pour 2004, le solde budgétaire nominal (c'est-à-dire exprimé en millions d'euros), sur la base duquel a été calculé le solde ex post en pourcentage du PIB repris au tableau, est en effet directement issu de la 5^e actualisation du programme de stabilité luxembourgeois.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Programme de stabilité	02/1999	03/2000	12/2000	11/2001	01/2003	11/2003
Solde budgétaire effectif (% du PIB)						
ex ante	1,10	2,50	2,60	2,80	-0,30	-1,80
ex post	3,71	6,27	6,26	2,70	-0,14	-1,78
Croissance réelle du PIB (%)						
ex ante	3,40	4,90	5,20	5,30	1,20	2,00
ex post	7,80	9,00	1,30	1,70	2,10	2,50
Ecart de production (% du PIB)						
ex ante	0,52	0,26	1,81	0,67	-1,68	-2,12
ex post	2,27	6,42	3,50	1,18	-0,57	-1,81
Solde budgétaire apuré des mouvements conjoncturels (% du PIB)						
ex ante	0,89	2,40	1,88	2,53	0,37	-0,95
ex post	2,80	3,70	4,86	2,23	0,09	-1,06
Décomposition du solde apuré ex post						
passive	1,91	1,30	2,98	-0,30	-0,28	-0,11
ex post	0,89	2,40	1,88	2,53	0,37	-0,95

Source: STATEC et calculs BCL.

Dans la deuxième partie du tableau, la croissance réelle du PIB (ex ante) telle qu'elle apparaît dans les projections reprises aux différents programmes de stabilité est comparée aux taux de croissance ex post, publiés par le STATEC en mai 2004. La croissance réelle telle qu'elle a été perçue dans les différents programmes de stabilité est ensuite utilisée pour estimer l'écart de production à l'aide du filtre de Hodrick et Prescott (filtre HP avec $\lambda = 100$). Cette approche était anciennement utilisée par la Commission européenne, qui l'applique encore aujourd'hui en tant que méthode de réserve. Toutefois, depuis la décision du conseil ECOFIN en juillet 2002, la méthode de référence de la Commission repose sur la fonction de production, à laquelle le STATEC recourt

également depuis peu. Cependant, l'approche par la fonction de production ne peut être répliquée dans le présent encadré car elle nécessite des données sur le stock de capital, qui ne sont pas publiées de façon régulière au Luxembourg. Le Cahier n° 4 de la BCL indique d'ailleurs que l'écart de production pour le Luxembourg tel qu'estimé à l'aide du filtre HP n'est pas très différent de l'écart obtenu au moyen de la méthode de la fonction de production, en particulier lorsque cette dernière recourt au filtre HP pour extraire les tendances relatives aux facteurs de production. Par ailleurs, le biais de fin d'échantillon inhérent au filtre HP est réduit dans l'exercice repris au tableau, car l'analyse se focalise uniquement sur la première année des différents horizons de projection figurant dans les programmes de stabilité.

Les écarts de production estimés peuvent servir à calculer les soldes budgétaires apurés des mouvements cycliques qui sont implicites aux différents programmes de stabilité. La méthode désagrégée généralement utilisée par la BCL pour calculer les soldes apurés peut difficilement être appliquée dans ce contexte, étant donné que les différents indicateurs sur lesquels elle repose n'apparaissent pas dans les projections reprises aux programmes de stabilité. Les soldes budgétaires apurés ont dès lors été calculés à l'aide de la méthode décrite par le STATEC dans la Note de Conjoncture 1-04 (encart page 148). Celle-ci revient à dégager le solde budgétaire apuré en déduisant du solde effectif la composante cyclique du solde. Cette dernière est quant à elle estimée par le produit de l'écart de production et de la semi-élasticité du solde effectif au PIB, qui a été fixée à 0,4 par le STATEC. Les soldes apurés ex post sont calculés de la même manière, mais à partir de l'écart de production et des soldes effectifs issus des données de comptabilité nationale révisées en mai 2004.

La dernière partie du tableau ventile le solde apuré ex post en deux composantes. La première correspond à la contribution de la politique budgétaire «passive», qui résulte de l'effet combiné de l'«inertie budgétaire» et des erreurs de prévision. La seconde composante correspond à la politique budgétaire «discrétionnaire» au sens propre du terme. Seules les variations de cette seconde composante, qui est par définition égale au solde apuré ex ante, rendent compte de l'orientation de la politique budgétaire telle qu'elle a été définie à l'origine, abstraction faite de toute erreur de prévision. Ainsi, un accroissement (une diminution) de la composante discrétionnaire du solde suggère que la politique budgétaire a été restrictive (expansive).

Dans le passé, la composante «passive» de la politique fiscale a joué un rôle très important. Ainsi, elle a dominé la composante réellement discrétionnaire du solde apuré en 1999 et 2001. La différence moyenne entre les soldes apurés ex ante et ex post a par ailleurs excédé 1% du PIB en valeur absolue au cours de la période sous revue, ce qui montre à quel point le solde apuré de la conjoncture ex post constitue un indicateur biaisé de la politique budgétaire «discrétionnaire». Ce constat s'applique à plus forte raison lorsque les variations du solde apuré sont utilisées pour appréhender l'impulsion fiscale, ce qui constitue une pratique très répandue. L'évolution du solde apuré est en effet largement tributaire de la composante «passive» de la politique budgétaire, qui résulte de la conjonction de l'«inertie budgétaire» et d'erreurs de prévision.

De surcroît, la politique discrétionnaire doit idéalement être appréciée sur la base des soldes structurels. Les soldes structurels comportent des corrections supplémentaires par rapport aux soldes appurés³⁰, afin de prendre en compte l'impact budgétaire des mesures non récurrentes. Par exemple, la vente en 2001 d'une concession à la société de satellites SES Global a représenté un montant équivalent à près de 2% du PIB. Du fait de cet impact important, le solde budgétaire apuré ex post ne s'est pas réduit par rapport à 2000, en dépit de la mise en œuvre de la première tranche de la réforme de l'impôt sur les traitements et salaires. Par contre, la composante discrétionnaire qui correspond au solde ex ante est passée de 2,4% du PIB à 1,88%.

30 OECD (2004) "Asset price cycles, one-off factors and structural budget balances", Chap. VI in OECD Economic Outlook, No. 75.