

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 taux d'intérêt appliqués par les IFM	13
1.1.2.1	Les crédits à la consommation	13
1.1.2.2	Les crédits immobiliers et les autres crédits	13
1.1.2.3	Les crédits aux sociétés non-financières	13
1.1.2.4	Les dépôts des ménages et des sociétés non-financières	14
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	14
1.1.4	Les marchés boursiers	14
1.1.5	Le taux de change de l'euro	15
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	16
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	17
1.1.8	Le commerce extérieur	19
1.1.9	La balance des paiements	21
1.1.9.1	Le compte des transactions courantes	21
1.1.9.2	Le compte financier	21
1.2	La situation économique au Luxembourg	23
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	23
1.2.1.1	Les prix à la consommation	23
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	26
1.2.1.3	Les prix à la construction	27
1.2.2	La comptabilité nationale	27
1.2.3	L'industrie	29
1.2.4	La construction	29
1.2.5	Le commerce et les autres secteurs	30
1.2.6	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	30
1.2.7	Le marché du travail	31
1.2.7.1	L'emploi	31
1.2.7.2	Le chômage	35
1.2.7.3	Les coûts salariaux	40
1.2.8	Le secteur financier	41
1.2.8.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	41
1.2.8.2	Les établissements de crédit	43
1.2.8.3	Les organismes de placement collectif	58
1.2.9	Le commerce extérieur	59
1.2.10	La balance des paiements	60
1.2.10.1	Le compte courant	60
1.2.10.2	Le compte financier	60
1.2.11	Les projections macro-économiques	61
1.2.12	Les finances publiques	64

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés au cours de la période sous revue. 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

principales de refinancement de l'Eurosystème a été ramené à 2%. Les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont également été abaissés, à respectivement 3% et 1%. Depuis lors, le Conseil des gouverneurs, se basant sur les deux volets de son analyse, a maintenu les taux directeurs à ce niveau.

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 indiquent que la croissance observée dans la zone euro au premier semestre 2004 devrait continuer au cours des prochains trimestres. Or, les incertitudes relatives aux perspectives de la croissance économique ont augmenté dans le sillage des cours élevés du pétrole. S'agissant de l'avenir, bien que moins dynamique, la demande mondiale devrait continuer à soutenir les exportations de la zone euro. Sur le plan intérieur, les conditions de financement favorables devraient soutenir l'investissement. S'agissant des perspectives en matière de prix, le renchérissement actuel du pétrole exerce des tensions sur la stabilité des prix à court terme. Ainsi, l'IPCH devrait rester au-dessus de 2% pour le reste de l'année.

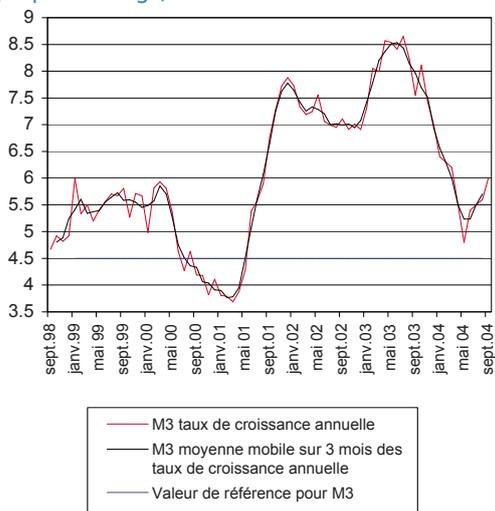
En ce qui concerne l'analyse monétaire, la croissance de M3 ainsi que celle des prêts au secteur privé reste soutenue dans la zone euro.

Le repli des taux de croissance de M3, observé depuis août 2003, s'est interrompu en été 2004, en raison de la persistance des taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas dans la zone euro. Le bas niveau actuel des taux d'intérêt continue à soutenir l'appétit des investisseurs pour les actifs les plus liquides inclus dans l'agrégat monétaire. Ainsi, la liquidité reste élevée dans la zone euro et met en évidence la nécessité de rester vigilant quant aux risques potentiels pour la stabilité des prix.

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

Graphique 1

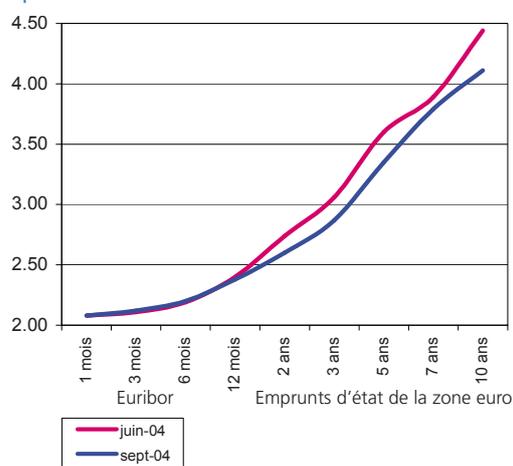
Croissance de M3 de la zone euro
(en pourcentage)



Source: BCE

Graphique 2

Structure par terme des taux en juin et en septembre 2004



Source: BCE

Le recoupement des analyses économique et monétaire indique que l'orientation de la politique monétaire demeure compatible avec la stabilité des prix à moyen terme, mais qu'un certain nombre de risques à la hausse pour la stabilité des prix nécessitent une vigilance particulière.

1.1.2 Les taux d'intérêt appliqués par les IFM

1.1.2.1 Les crédits à la consommation

Le taux offert par les IFM de la zone euro, à leurs clients résidents de la zone euro, pour des crédits à la consommation (avec une période de fixation du taux comprise entre 1 et 5 ans) affichent une augmentation de 22 points de base entre juin (6,74%) et septembre 2004 (6,96%). L'essentiel de cette hausse a eu lieu en début de période, avec 12 points de base entre juin et juillet (6,86%) et en fin de période, avec 7 points de bases entre août (6,89%) et septembre. Cette évolution va dans le sens opposé de la tendance observée sur les taux longs de la zone euro.

1.1.2.2 Les crédits immobiliers et les autres crédits

Le coût des crédits immobiliers a augmenté entre juin (3,42%) et septembre 2004 (3,49%). L'essentiel de cette hausse a eu lieu entre juin et juillet (+5 points de base) en raison d'une poussée des taux d'intérêt à court terme d'une ampleur équivalente. Cette hausse des taux s'est accompagnée d'une diminution assez franche de la demande (-18% entre juin et septembre 2004). En raison des conditions favorables offertes pour le financement de projets dans la zone euro, cette demande reste toutefois relativement élevée.

La catégorie des autres crédits a vu son taux de référence (taux variable ou dont la période de fixation n'excède pas un an) diminuer de 3 points de base entre juin (3,93%) et septembre 2004 (3,90%), après une poussée de 11 points de base entre juin et juillet. Comme cela a été observé pour le coût des crédits immobiliers, cette hausse en début de période s'explique par l'augmentation des taux court à cet instant.

1.1.2.3 Les crédits aux sociétés non-financières

A l'instar des crédits immobiliers et des autres crédits, les crédits aux sociétés non-financières ont connu une progression de respectivement 5 et 3 points de bases pour les tranches inférieures et supérieures à un million d'euros, entre juin et juillet 2004. Sur base trimestrielle les conditions de financement des sociétés non-financières progressent de 3 points de base pour la tranche inférieure à un million d'euros, et restent inchangées pour la tranche supérieure à un million

d'euros entre juin (respectivement 3,97% et 2,99%) et septembre 2004 (4,00% et 2,99%).

1.1.2.4 Les dépôts des ménages et des sociétés non-financières

Les rémunérations des dépôts à moins d'un an des ménages et des sociétés non-financières n'ont que faiblement progressé entre juin (respectivement 1,87% et 1,98%) et septembre 2004 (respectivement 1,90% et 2,00%). L'écart de taux entre les dépôts à vue des ménages et ceux des sociétés non-financières s'est légèrement accru entre juin (0,70% contre 0,87%) et septembre (0,72% contre 0,90%).

1.1.3 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 était due aux modifications des anticipations des opérateurs de marché quant à l'orientation de la politique monétaire et aux perspectives légèrement moins optimistes en matière de croissance économique.

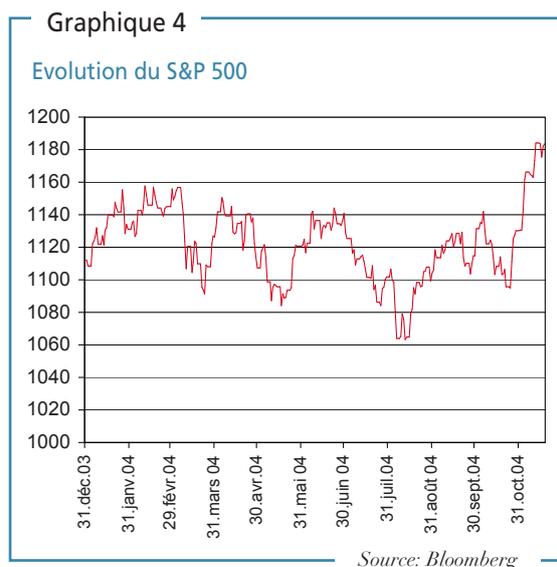
Ensuite, les rendements publics à long terme ont progressé à partir de fin mars. La hausse des rendements a été particulièrement prononcée aux Etats-Unis suite à la publication de données macroéconomiques

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 de façon plus modérée.

Cette hausse s'est interrompue entre mi-mai et fin juin. Finalement, les rendements des emprunts publics à long terme ont fléchi à partir de juillet. Le recul des taux américains s'est fait suite à la publication de données relatives à l'activité économique plus faibles qu'attendu. Les données sur l'emploi américain ont particulièrement déçu les opérateurs de marché. Dans la zone euro, les rendements obligataires publics ont fléchi parallèlement au recul des rendements publics américains. Le repli continu des taux à long terme pendant ces derniers mois a surtout été alimenté par les craintes des retombées des prix élevés du pétrole sur l'activité économique mondiale.

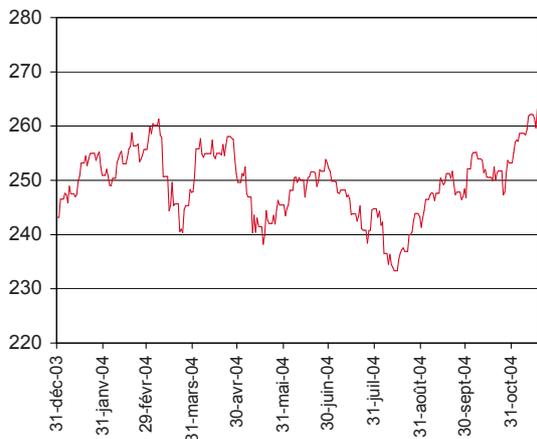
Finalement, en novembre, les rendements des emprunts publics européens ont continué à se replier alors que ceux aux Etats-Unis ont avancé. Cette évolution s'explique par le fait que les chiffres récents publiés dans la zone euro sont sortis inférieurs aux attentes alors que ceux aux Etats-Unis ont été globalement supérieurs aux attentes. Le 18 novembre 2004, le rendement de l'emprunt public américain T-Note 10 ans était à 4,11% et l'emprunt allemand Bund 10 ans à 3,81%.

1.1.4 Les marchés boursiers



Graphique 5

Evolution du EUROSTOXX BROAD



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. Les marchés se sont brièvement repris début avril pour se replier à nouveau fin avril suite à la flambée des prix du pétrole et son potentiel impact sur la croissance économique et l'inflation. Le rebond durant le mois de juin a eu lieu dans le sillage de la révision à la hausse des anticipations en matière de rentabilité des entreprises.

Or, à partir de juillet les cours des actions ont à nouveau fléchi. La persistance des cours élevés du pétrole, la publication de certaines données macroéconomiques moins bonnes que prévu aux Etats-Unis (emploi, creusement du déficit commercial) ainsi que des avertissements sur résultats pour les prochains trimestres ont pesé sur les cours boursiers.

A partir de fin août, les cours des actions se sont inscrits à la hausse aussi bien dans la zone euro qu'aux Etats-Unis. D'un côté, la persistance du renchérissement du pétrole exerce des pressions à la baisse sur les cours

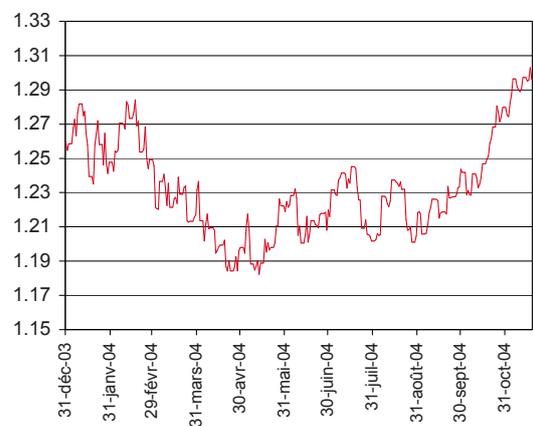
boursiers. D'un autre côté, des résultats d'entreprises supérieurs aux attentes ainsi que la baisse des taux d'intérêt à long terme ont soutenu les cours. Finalement, en novembre, les marchés boursiers ont été soutenus par l'issue rapide des élections américaines ainsi qu'une certaine détente des prix du pétrole.

Ainsi, en date du 18 novembre, le S&P500 s'établit à 1184 points (soit +6,4% sur l'année) et l'Eurostoxx Broad à 263 points (soit +8,1% sur l'année).

1.1.5 Le taux de change de l'euro

Graphique 6

Evolution du taux de change USD/EUR



Source: Bloomberg

Le taux de change entre l'euro et le dollar a enregistré de fortes fluctuations en début de l'année. A partir de la mi-février, un long repli de l'euro s'est installé 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 jusqu'en mai sur base d'informations confirmant le renforcement de la reprise économique aux Etats-Unis.

Bien que sujet à de fortes fluctuations, l'euro a globalement progressé à partir de la deuxième moitié du mois de mai. Les incertitudes persistantes relatives à l'activité économique et aux perspectives d'inflation, sous l'effet du niveau élevé des cours du pétrole, sont autant de facteurs à l'origine des fluctuations observées sur le marché des changes.

Finalement, à partir de fin août, l'euro a considérablement grimpé par rapport au dollar après le creusement du déficit commercial américain et la persistance des cours élevés du pétrole. Parallèlement les chiffres publiés dans la zone euro sont sortis globalement conformes aux attentes (surtout le PIB au deuxième trimestre).

En novembre, le dollar a continué à se déprécier malgré l'issue rapide des élections présidentielles américaines. Les investisseurs se sont surtout focalisés sur les déséquilibres structurels de l'économie américaine. Ainsi, l'euro reste à des niveaux élevés autour de 1,29-1,30 USD, malgré la publication de quelques chiffres américains supérieurs aux attentes et les inquiétudes émises par les responsables politiques et monétaires européens concernant l'envolée du cours de l'euro. En date du 18 novembre 2004, l'euro est à un niveau de 1,296 USD.

1.1.6 L'évolution des prix à la consommation

L'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH s'est accélérée en octobre 2004 pour ressortir à 2,4%, après avoir reculé de 0,2 point de pourcentage entre août et septembre. A rappeler que les prix à la consommation affichaient une progression annuelle de 2,3% en août. La baisse du taux annuel de l'indice global à 2,1% en septembre reflétait principalement la contribution baissière des produits alimentaires alors que l'accentuation du rythme annuel de variation observée en octobre

est liée essentiellement à l'évolution des prix de l'énergie provoquée par la hausse des cours du pétrole. La progression annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie s'est inscrite dans une fourchette comprise entre 2,0 et 2,2% au cours des derniers mois.

A noter que le taux annuel de progression des prix de l'énergie est passé de 5,9% en juin et juillet à 9,8% en octobre 2004. En revanche, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés s'est inscrit à -1,2% en octobre, contre -0,2% en août et -1,5% en septembre. Ces reculs annuels des prix témoignent d'un considérable effet de base favorable lié à l'envolée de ces prix un an auparavant en raison de la canicule et de la sécheresse exceptionnelles de l'été 2003. De plus, les conditions météorologiques favorables de cet été ont entraîné une offre abondante de fruits et de légumes. Parallèlement, la progression annuelle des prix des produits alimentaires transformés s'est ralentie au cours des derniers mois, revenant de 3,8% en juillet à 2,8% en octobre. Par contre, la hausse annuelle des prix des services est restée forte, s'établissant entre 2,6% et 2,7% au cours des six derniers mois. Enfin, la variation en rythme annuel des prix des produits manufacturés hors énergie est demeurée modérée au cours des derniers mois, fluctuant entre 0,7% et 0,9% entre juillet et octobre 2004.

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

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

Source: Eurostat

Le choc pétrolier pourrait avoir un impact sur la dynamique à court terme de l'inflation via des effets indirects. À plus long terme, par contre, les informations disponibles ne vont pas dans le sens d'un affermissement des tensions inflationnistes sous-jacentes dans la zone euro compte tenu aussi de l'orientation récente à la baisse des prix pétroliers et de la hausse des taux de change de l'euro. La modération salariale observée depuis fin 2003 devrait se poursuivre en raison de la continuation d'une croissance modérée et de la situation défavorable du marché du travail. Il existe néanmoins certains risques à la hausse pour la stabilité des prix. Ces incertitudes sont essentiellement dues à l'évolution future des cours du pétrole, à d'éventuelles majorations des taxes indirectes et des prix administrés et à des effets de second tour potentiels.

Les projections établies par les services de l'Eurosystème (reprises dans le Bulletin mensuel de décembre 2004 de la BCE) indiquent une progression moyenne de l'IPCH qui s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,3% en 2004 et pour se situer entre 1,5% et 2,5% en 2005.

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

Les informations relatives à l'activité dans la zone euro pour le premier semestre confirment le redémarrage de la croissance économique mais indiquent aussi un léger calage de la reprise graduelle au troisième trimestre (0,3% en glissement trimestriel au troisième trimestre selon l'estimation précoce après 0,7% et 0,5% respectivement au premier et deuxième trimestre). L'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses révèle que la croissance trimestrielle affichée au deuxième trimestre provient principalement de la contribution de la demande domestique (0,3 p.p. après 0,4 p.p. au cours du premier trimestre de 2004) ainsi que de celle des exportations nettes (0,2 p.p. au deuxième trimestre 2004 contre 0,4 p.p. le trimestre précédent).

Plus précisément, sur le plan extérieur, le tassement de la part contributive des exportations nettes par rapport au premier trimestre est lié au fait que l'augmentation de la contribution des exportations à la croissance en liaison avec le renforcement de l'activité au niveau mondial, (1,1 p.p. après 0,6 p.p. au premier trimestre) a été annihilé par la progression des importations (1,0 p.p. au deuxième trimestre contre 0,2 p.p. le trimestre précédent).

Sur le plan intérieur, la contribution de la demande domestique à la croissance du PIB a aussi légèrement reculée au cours du trimestre sous revue (0,3 p.p. après 0,4 p.p. le trimestre précédent) et ce nonobstant le rallumage de la contribution de la consommation publique à la croissance (0,1 p.p. contre 0,0 p.p. le premier trimestre 2004). En effet, la part contributive de la formation brute de capital fixe est demeurée nulle et celle de la dépense de consommation finale des ménages et des ISBLSM s'est affaiblie (0,2 p.p. contre 0,4 p.p. le premier trimestre 2004).

Dans une optique prospective, la reprise amorcée depuis le second semestre de 2003 et qui s'est poursuivie au cours des trois premiers trimestres de l'année confirme le scénario de base retenu par la Commission européenne², l'OCDE et l'Eurosystème.

Les dernières projections d'automne de l'Eurosystème s'inscrivent dans ce schéma de redémarrage de la croissance, tout en étant moins optimistes que celles issues de l'exercice de projections du printemps 2004. En effet, les intervalles relatifs à la croissance annuelle du PIB sur l'horizon couvert par les projections ont globalement été abaissés, s'établissant désormais entre 1,6% et 2,0% pour 2004, 1,4% et 2,4% pour 2005 et 1,7% et 2,7% pour 2006. Un renforcement tant de la demande extérieure que de la demande domestique présiderait à cet élan de croissance. Parmi les composantes de la demande domestique, la consommation privée progressera dans des fourchettes de 0,9% et 1,3%, de 1,1% et 2,1% et de 1,2% et 2,8% respectivement en 2004, 2005 et 2006.

De fait, elle devrait bénéficier de la croissance du revenu disponible réel qui serait conforté par des taux d'intérêt historiquement bas et par la reprise décalée de la croissance de l'emploi (contribuant tant au revenu disponible qu'à la confiance des ménages). La croissance annuelle de la consommation publique devrait quant à elle demeurer modeste s'établissant dans des intervalles de 0,9% et de 2,1%, de 0,3% et 1,3% et de 0,7% et 1,7% au cours de l'horizon de projections sous revue.

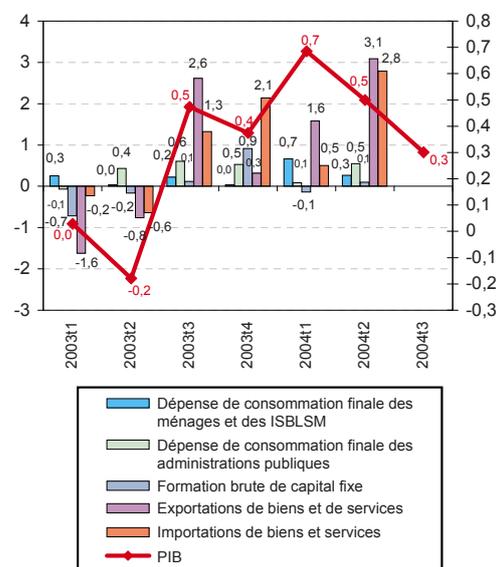
Après avoir enregistré trois années de baisse, la formation brute de capital fixe devrait à nouveau renouer avec un taux de croissance annuel positif en 2004 et significativement rebondir en 2005 puis en 2006 (entre 1,2% et 2,2% en 2004, entre 1,7% et 4,7% en 2005 et entre 2,1% et 5,3% en 2006) sous l'influence d'une demande externe renforcée et de conditions de financement très favorables.

² Les projections de la Commission européenne tablent sur une croissance trimestrielle du PIB située dans un intervalle de 0,2% à 0,6% au cours du quatrième trimestre 2004 ainsi qu'au cours du premier trimestre 2005.

La croissance des exportations et des importations devrait aussi reprendre vigueur tout au long de la période de projections sous revue dans le sillage de l'accélération de la croissance mondiale et domestique (resp. dans des intervalles de 4,5%/ 7,3%, de 4,6%/ 7,8% et de 4,8%/ 8,0% en 2004, 2005 et 2006 du côté des exportations et de 5,0%/ 7,6%, de 4,8%/ 8,2% et de 4,8%/ 8,2% en 2004, 2005 et 2006 du côté des importations).

Graphique 7

Evolution du PIB de la zone euro et de ses agrégats constitutifs (variation trimestrielle, en pourcentage, à l'erreur d'arrondi près)



Source: Eurostat

Tableau 3 Projections macroéconomiques pour la zone euro (variations annuelles en pourcentage, à l'erreur d'arrondi près)

	2003	2004	2005	2006
Projections de la Commission européenne (octobre 2004)				
PIB réel	0,6	2,1	2,0	2,2
Projections de l'OCDE* (juillet 2004)				
PIB réel	0,5	1,6	2,4	n.d.
Projections de l'Eurosystème (intervalles) (automne 2004)				
PIB réel	0,5	1,6 / 2,0	1,4 / 2,4	1,7 / 2,7
Consommation privée	1,1	0,9 / 1,3	1,1 / 2,1	1,2 / 2,8
Consommation publique	1,6	0,9 / 2,1	0,3 / 1,3	0,7 / 1,7
Formation brute de capital fixe	-0,6	1,2 / 2,2	1,7 / 4,7	2,1 / 5,3
Exportations de biens et de services	0,2	4,5 / 7,3	4,6 / 7,8	4,8 / 8,0
Importations de biens et de services	2,0	5,0 / 7,6	4,8 / 8,2	4,8 / 8,2

Sources: Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

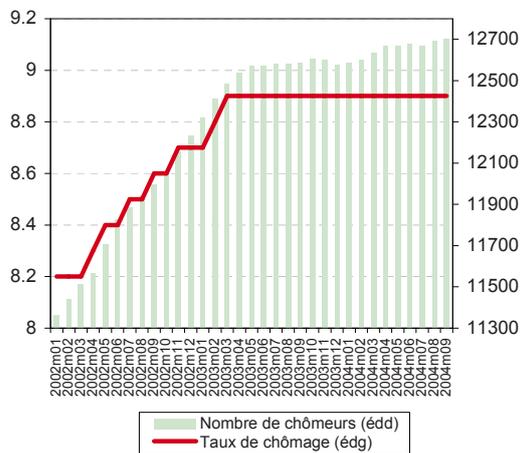
*version préliminaire des projections

Tout au long des premiers mois de l'année 2004, la situation sur le marché du travail de la zone euro est demeurée morose. En effet, nonobstant l'ancrage persistant du taux de chômage depuis maintenant plus

d'un an et demi à 8,9% jusqu'en septembre 2004, le nombre de personnes au chômage a poursuivi son ascension tout au long des trois premiers trimestres de 2004 pour s'établir à 12,7 millions de personnes.

Graphique 8

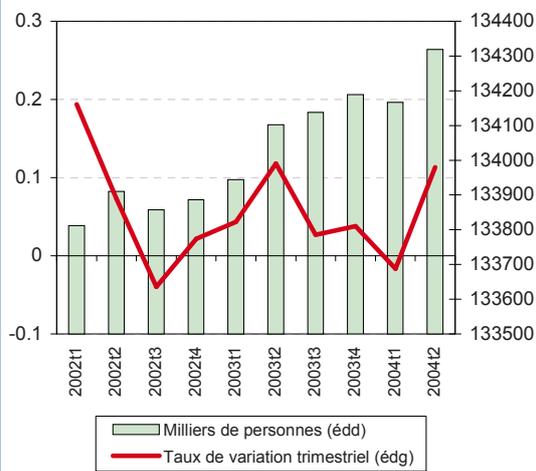
Nombre de chômeurs (milliers de personnes) et taux de chômage standardisé³ pour la zone euro (en % de la population active)



Source: Eurostat

Graphique 9

Variation trimestrielle et niveau de l'emploi total (milliers de personnes) (à l'erreur d'arrondi près)



Source: Eurostat

Sur le front de l'emploi, les dernières données disponibles indiquent que l'emploi a progressé de 0,1% en glissement trimestriel au deuxième trimestre après avoir affiché une croissance nulle au premier trimestre. Cette évolution recouvre une contraction plus faible de l'emploi dans l'industrie et un léger sursaut de l'emploi dans les services.

En ce qui concerne le troisième trimestre 2004, les enquêtes de la Commission européenne décrivent une stabilisation de la situation. De fait, la légère amélioration des perspectives d'emplois révélée par les enquêtes dans le secteur manufacturier est contrebalancée par la détérioration des prévisions dans le secteur des services. A noter que l'enquête auprès des directeurs d'achat a, quant à elle, affiché une embellie.

Au regard de ces indicateurs de court terme, la croissance de l'emploi pourrait redémarrer mais à un rythme chétif au cours des mois à venir.

1.1.8 Le commerce extérieur

Le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un excédent de 58,6 milliards d'euros sur les huit premiers mois de 2004, soit une hausse de 46% par rapport au surplus dégagé sur la même période de 2003. Cette amélioration du surplus commercial provient de la croissance plus forte des exportations de biens (+8,6%) comparée à celle des importations (+6,3%). Soutenues par la vigueur de la demande mondiale, les exportations de la zone euro ont en effet atteint 746 milliards d'euros sur les huit premiers mois de 2004 contre 673,3 milliards pour les importations de biens.

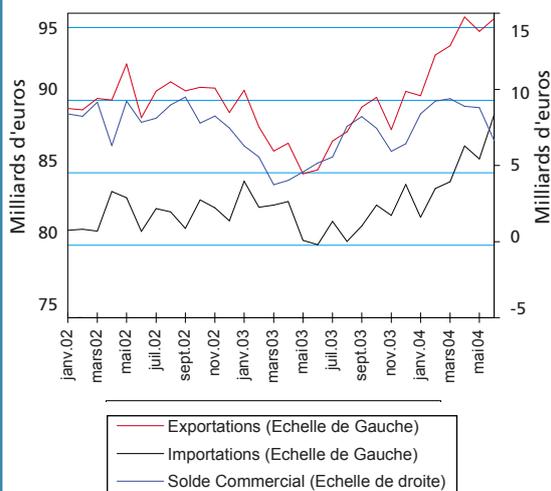
L'analyse des données mensuelles corrigées des variations saisonnières montre toutefois que l'excédent commercial de la zone euro affiche une tendance marquée à la baisse depuis avril 2004. L'excédent mensuel est ainsi retombé à 2,9 milliards d'euros au mois d'août 2004 contre une moyenne mensuelle de 8,1 milliards sur les sept premiers mois de 2004. Ce fort ralentissement de l'excédent commercial des derniers mois s'explique largement par la détérioration des termes de l'échange sous l'effet de la hausse plus

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.

prononcée des prix des matières premières et du pétrole. Les exportations ont certes bénéficié d'une évolution favorable des prix et des volumes mais la hausse des prix à l'importation s'est avérée de loin plus importante, ce qui est à la base de la détérioration des termes de l'échange et par ricochet du solde commercial mensuel depuis avril 2004 (voir graphiques ci-dessous).

Graphique 10

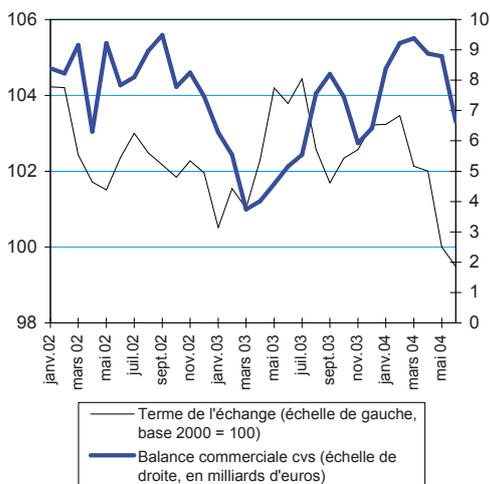
Commerce extérieur de la zone euro (données des variations saisonnières)



Source: Eurostat

Graphique 11

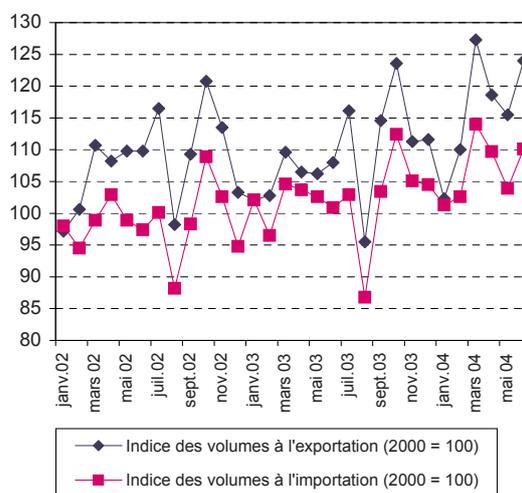
Evolution des termes de l'échange et du surplus commercial (données corrigées des variations saisonnières)



Source: Eurostat

Graphique 12

Commerce extérieur de la zone euro en volumes



Source: Eurostat

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que l'excédent enregistré pour les machines et véhicules a fortement augmenté (+16,7% à 91,9 milliards). Les surplus dégagés dans les produits chimiques (+47,5 milliards) et dans les produits manufacturés classés selon la matière première (+25,4 milliards) se sont également renforcés. Par contre les déficits dans le domaine de l'énergie (-83,9 milliards) et dans les matières premières (-15,9 milliards) se sont creusés davantage.

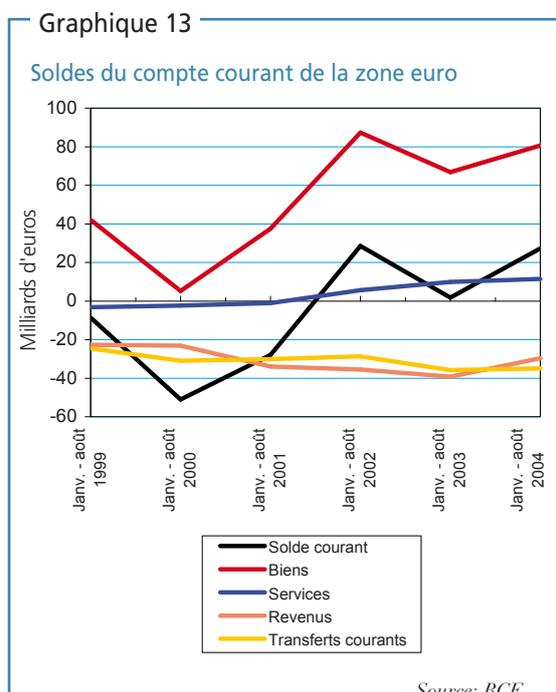
En ce qui concerne les principaux partenaires commerciaux de la zone euro, sur les huit premiers mois de 2004, les excédents les plus importants ont été dégagés vis-à-vis du Royaume-Uni (+42 milliards d'euros), des Etats-Unis (+39,9 milliards), de la Suisse (+9 milliards) et de la Turquie (+6,5 milliards). Les déficits les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (-30,2 milliards), le Japon (-13,4 milliards), la Russie (-12,8 milliards), la Norvège (-12,7 milliards) et les pays membres de l'OPEP (-6,3 milliards).

1.1.9 La balance des paiements

1.1.9.1 Le compte des transactions courantes

Sur la période couvrant les huit premiers mois de 2004, le compte courant de la zone euro s'est soldé par un excédent de 27,2 milliards d'euros contre 1,8 milliards sur la même période de l'année 2003. Toutes les balances partielles ont contribué à cette importante amélioration de l'excédent courant. La balance des marchandises s'est ainsi soldée par un excédent en forte hausse (80,6 milliards contre 66,9 milliards sur les huit premiers mois de 2003). Sous l'impulsion de la demande internationale, les exportations de marchandises ont en effet réalisé une progression de 8,7% à 734 milliards d'euros contre 7,4% pour les importations (654 milliards) générant ainsi l'embellie du surplus des marchandises.

La seconde contribution à l'amélioration du solde courant de la zone euro provient de la résorption du déficit des revenus qui a chuté de 24% à 29,7 milliards d'euros sur les huit premiers de 2004. Les deux autres composantes du compte courant ont également contribué à son amélioration. Les services se sont ainsi soldés par un excédent en hausse de 15% à 11,4 milliards d'euros tandis que le déficit de transferts courants s'est légèrement contracté (-2%) à 35 milliards.



1.1.9.2 Le compte financier

Les transactions financières de la zone euro avec le reste du monde se sont soldées par des sorties nettes de capitaux de 35,8 milliards d'euros sur les huit premiers mois de 2004 contre 40 milliards à la même période de 2003. Ces sorties nettes ont été occasionnées en grande partie par les investissements directs à l'étranger et dans une moindre mesure par les investissements de portefeuille. Les autres investissements et les avoirs de réserve ont de leur côté enregistré des entrées nettes de fonds qui ont partiellement financé les sorties enregistrées par ailleurs.

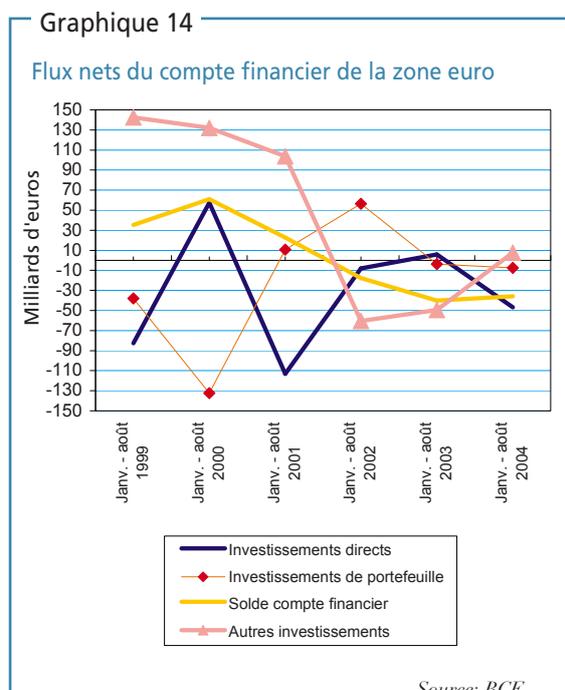
Les sorties d'investissements directs (46,9 milliards d'euros) s'expliquent par d'importantes prises de participation au capital social⁴ d'entreprises étrangères auxquelles les résidents de la zone euro ont souscrit. Les non-résidents ont aussi largement investi en actions des entreprises de la zone euro, mais leurs investissements ont été accompagnés par des désinvestissements au titre de remboursements des prêts intra-groupes.

Au niveau des investissements de portefeuille, des sorties nettes de 7,6 milliards d'euros ont été enregistrées. Ces sorties ont été occasionnées par des transactions sur titres de participation qui ont débouché

4 Bénéfices réinvestis compris

sur une exportation nette de capitaux de l'ordre de 18,6 milliards d'euros en faveur du reste du monde. Ces sorties n'ont pas été entièrement couvertes par les entrées de 11 milliards d'euros découlant des opérations sur titres de créance.

Les entrées nettes d'autres investissements ont concerné uniquement les engagements nets des institutions financières monétaires, les administrations publiques et les autres secteurs ayant enregistré une hausse de leurs avoirs nets sur le reste du monde. Enfin, en dehors des variations dues à l'appréciation de l'euro et aux modifications du prix des actifs, les avoirs de réserve de la zone euro se sont réduits de 9,4 milliards d'euros sur les huit premiers mois de 2004, après avoir déjà baissé de 16,3 milliards sur la même période de 2003.



1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 L'évolution des prix et des coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

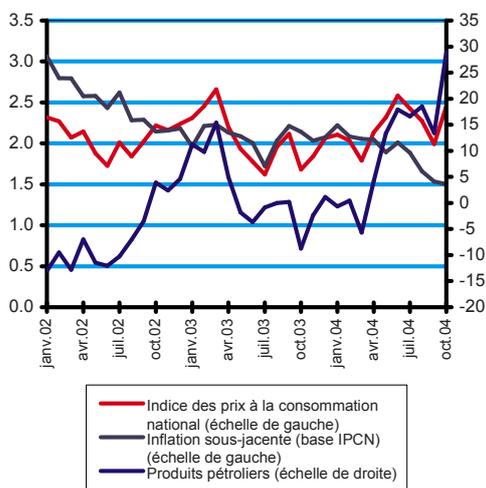
L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a progressé en octobre pour ressortir à 2,5 %, après avoir reculé de 2,6% en juin à 2,0% en septembre 2004. Les cours du pétrole sont le principal facteur à l'origine de la hausse de l'inflation observée en octobre.

En effet, les prix des produits pétroliers ont augmenté de 6,3% du 1^{er} septembre au 1^{er} octobre 2004 (28,9% par rapport à octobre 2003). Les données d'octobre 2004 des prix des produits pétroliers n'en constituent pas moins la huitième hausse mensuelle enregistrée depuis le début de l'année.

Une tranche indiciaire est venue à échéance avec effet au 1^{er} octobre 2004, suggérant que le recul de l'inflation sous-jacente⁵, de 2,0% en juin à 1,5% en octobre 2004, va s'interrompre.

Graphique 15

Inflation et produits pétroliers (taux de variation annuel)

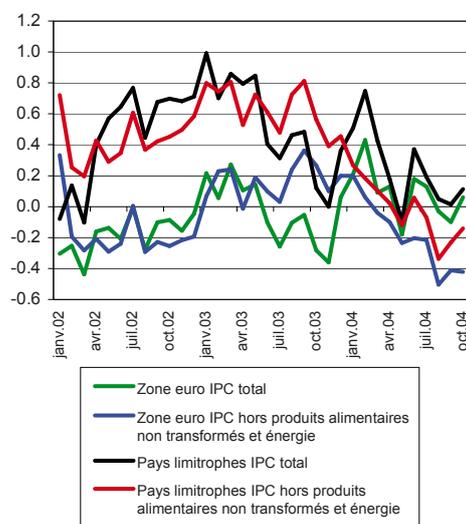


Source: STATEC

Les différentiels d'inflation du Luxembourg (IPCN) par rapport à la zone euro (IPCH) et par rapport aux pays limitrophes (IPCH) ont été, en moyenne, proches de zéro au cours de la période allant de juillet à octobre 2004 en ce qui concerne l'IPC global. Les différentiels de l'IPC hors produits alimentaires non transformés et énergie ont été, en moyenne, assez favorables au Luxembourg pendant la période sous revue à la fois pour la zone euro et pour les pays limitrophes.

Graphique 16

Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)



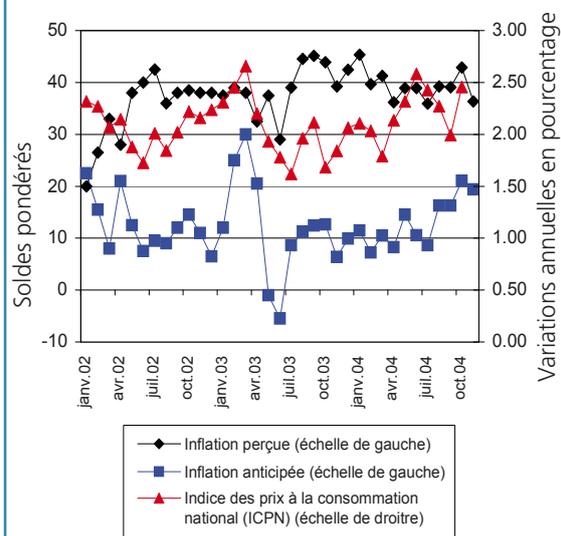
Source: Statec, Eurostat, calculs BCL

Concernant les variables qualitatives relatives aux prix à la consommation recensées par l'enquête de conjoncture que la BCL mène auprès des consommateurs, l'inflation perçue est restée plus ou moins stable au cours des derniers mois, alors que l'inflation mesurée a affichée une certaine volatilité. Parallèlement, l'inflation anticipée s'est clairement inscrite en hausse durant la période récente.

5 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 17

Inflation perçue, anticipée et observée



Source: BCL et STATEC

Prévisions d'inflation

Hypothèses

Début novembre, l'euro cotait aux environs de 1,29 USD/EUR, soit à un taux supérieur par rapport aux prévisions antérieures. Le prix du Brent en dollar s'est établi simultanément autour de 46\$/bl et les marchés à terme anticipent une baisse graduelle de ce prix jusqu'à un niveau proche de 42,5\$/bl pour décembre 2005, donc à un niveau nettement supérieur aux hypothèses de l'exercice d'août 2004. En moyenne, la révision, par rapport à l'exercice précédent, du prix du pétrole en euros sur la période de prévision (septembre 2004 à juin 2005) se chiffre à 12,5%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 4 Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2003	2004	2005	04-T4	05-T1	05-T2	05-T3	05-T4
Prix du pétrole en \$	28,9	39,0	44,4	46,9	45,8	45,0	43,9	42,8
Taux de change \$/€	1,13	1,24	1,29	1,27	1,29	1,29	1,29	1,29
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-2,8	23,1	9,5	48,8	39,2	18,6	0,1	-9,6

Source: BCL

Dans son budget pour l'année 2005, le gouvernement propose deux mesures fiscales ayant un impact direct sur les prix de l'énergie. Il s'agit en l'occurrence d'une majoration des accises sur le diesel de 12,5€/1000l et du relèvement du taux de TVA sur l'essence, le taux passant de 12% à 15%. Selon nos estimations, l'impact conjoint de ces mesures sur les prix à la consommation (+0,2pp sur l'IPCH, +0,05pp sur l'IPCN) serait inférieur à l'effet de la mesure fiscale sur l'essence en 2004 (+0,5pp sur l'IPCH, +0,14pp sur l'IPCN).

Au niveau de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les évolutions récentes correspondaient en moyenne aux attentes telles qu'exprimées dans les projections d'août 2004. Le scénario sous-jacent à nos projections précédentes ne nécessitait aussi guère d'adaptations si ce n'est pour la mesure fiscale sur le tabac. En effet le gouvernement a décidé dans son budget pour l'année 2005 une hausse

du taux de TVA sur le tabac, le taux devant passer de 12% à 15%. Outre cette mesure, il n'y a en effet pas lieu de signaler des changements particuliers 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 appréciation de l'euro par rapport au dollar, tandis que le scénario d'un maintien conjoncturel dans la zone euro demeure intact. Dans les premiers stades, un écart de production relativement important par rapport à son potentiel devrait encore limiter les pressions inflationnistes dans les pays voisins. Il semble aussi que le risque inflationniste émanant de l'évolution salariale soit encore relativement marginal et ne compromette pas le scénario d'une décélération graduelle de l'inflation au niveau de la zone euro. A l'heure actuelle, on ne détecte notamment encore guère d'effets de second tour de l'inflation sur la progression

des salaires. En revanche, au Luxembourg, la hausse du prix du pétrole et son maintien à un niveau élevé risque d'exercer des effets indirects et de second tour sur l'inflation. Ces effets sont présents via la pression à la hausse sur les prix des biens industriels non-énergétiques ainsi que via l'impact sur les salaires à travers l'indexation automatique.

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 projection et en particulier dans le court terme. En 2005, les taux d'inflation seraient encore une fois influencés par la hausse de fiscalité indirecte sur les carburants, mais dans une moindre mesure qu'ils ne l'étaient encore en 2004. Finalement, ce ne serait que vers le quatrième trimestre 2005, lorsque l'effet de base sur le prix du pétrole entrerait en jeu, qu'on pourrait observer une certaine accalmie au niveau des prix de l'énergie.

La projection pour l'inflation de l'IPCH excluant l'énergie en 2005 de l'ordre de 2,9% constitue une forte révision à la hausse par rapport à l'exercice précédent, la révision provenant cependant entièrement de la mesure fiscale sur le tabac. En outre, l'indexation automatique des salaires d'octobre 2004 exercera une pression à la hausse sur les prix des services. Comparés aux pays voisins, les taux d'inflation afférents demeurent relativement élevés.

Le taux d'inflation tel que mesuré par l'IPCN global s'est récemment accéléré à 2,5% et, en novembre, cette tendance s'est vraisemblablement poursuivie. Par la suite, bien que les taux d'inflation devraient décélérer lentement, ce ne serait que vers le quatrième trimestre 2005 que l'inflation baisserait davantage, c'est-à-dire en dessous de 2%. L'inflation moyenne en 2004 et 2005 devrait globalement se stabiliser à un taux légèrement supérieur à 2%. La prochaine indexation automatique des salaires est prévue pour le premier trimestre 2006.

Tableau 5 Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

	2003	2004	2005	2004-2 ^e sem.	2005-1 ^{re} sem.	2005-2 ^e sem.
IPCN	2,0	2,3 (+0,1)	2,1	2,3 (+0,1)	2,3 (+0,4)	1,9
IPCH	2,5	3,2 (+0,1)	3,0	3,7 (+0,3)	3,5 (+1,0)	2,5
IPCH énergie	1,2	11,8 (+1,6)	4,1	17,3 (+3,1)	8,9 (+6,3)	-0,3
IPCH ex énergie	2,7	2,5	2,9	2,4	3,0 (+0,5)	2,8
Impact des mesures gouvernementales ⁶ sur l'IPCN, en pp	0,4	0,5	0,5	-	-	-
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,0	1,4	1,5	-	-	-

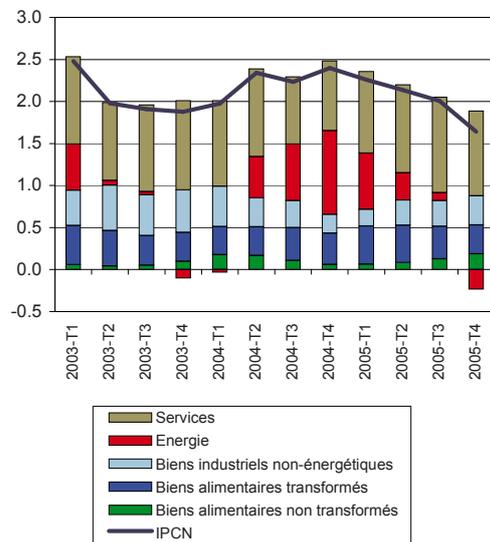
Source: BCL

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

⁶ Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. Pour plus de détails, voir Bulletin de la BCL 2004/3, pp.76-81.

Graphique 18

Contributions à la croissance de l'IPCN⁷



Source: STATEC, calculs BCL

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Tableau 6 Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	Parts	2001	2002	2003	03-T4	04-T1	04-T2	04-T3
Ensemble des produits industriels	1000	-0,2	-0,8	1,2	-0,2	0,7	7,5	3,7
Biens intermédiaires	675,9	-1,8	-0,9	0,8	0,2	1,1	10,4	4,9
Biens d'équipement	109,9	0,7	2,0	0,7	1,5	1,4	2,1	1,2
Biens de consommation	136,3	2,1	1,2	1,7	-0,8	-0,8	1,2	0,3
Biens énergétiques	77,9	9,1	-6,7	4,6	-5,2	4,0	2,1	3,1

Source: STATEC

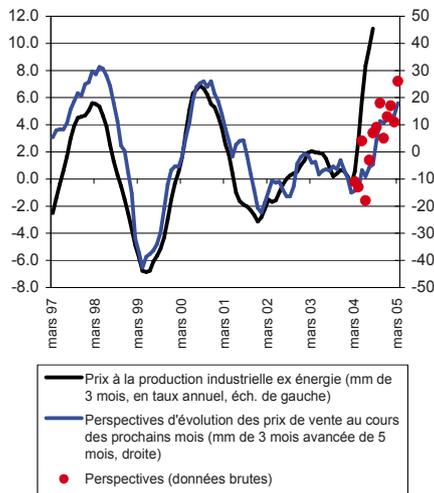
Les données relatives au troisième trimestre témoignent d'une nouvelle hausse des prix à la production industrielle. Cette hausse trimestrielle, de l'ordre de 3,7%, est d'autant plus surprenante qu'elle fait suite à une envolée des prix au trimestre précédent. Selon les données disponibles, la hausse continue des prix serait à nouveau largement imputable à la progression des prix des biens intermédiaires qui affichent une croissance de presque 5%, contre des augmentations plus modérées des prix des autres types de biens. Une analyse plus détaillée révèle en outre que les prix des produits sidérurgiques, comptant pour un quart de

l'indice global, auraient progressé de 6,7% au troisième trimestre 2004, contre plus de 20% au trimestre précédent. L'accélération du prix du pétrole depuis le début de l'année, l'amélioration graduelle de la conjoncture dans la zone euro, tout comme la persistance de la forte demande dans le reste du monde et en particulier dans les pays du sud-est asiatique, ont probablement permis aux entreprises de revoir leur politique de prix. En général, l'évolution des prix au Luxembourg se situe à un niveau nettement supérieur à celui relevé dans la zone euro.

⁷ Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

Graphique 19

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée⁸



Source: Eurostat, BCL

Sur base des enquêtes de conjoncture harmonisées, on pouvait prévoir une accélération des prix (voir graphique). En revanche, la hausse effective se situe largement au-dessus des anticipations des chefs d'entreprises telles qu'exprimées dans ces enquêtes. En outre, elle est survenue à un stade antérieur à celui résultant de la corrélation historique entre les enquêtes de conjoncture et les enquêtes statistiques.

1.2.1.3 Les prix à la construction

En 2003, les prix à la construction ont augmenté au même rythme que les prix à la consommation en affichant une progression annuelle moyenne de l'ordre de 2%. Cette évolution similaire des taux d'inflation s'est également poursuivie au premier semestre 2004, bien qu'à un niveau légèrement plus élevé. Il semble toutefois que cette accélération de l'inflation par rapport au deuxième semestre de l'année 2003 ne soit pas assez importante pour interrompre la tendance à la décélération des prix à la construction observée depuis 2001. Ce mouvement semble encore intact et est en ligne avec l'intensité en main d'œuvre d'une série de services de la construction et de l'évolution des salaires. D'une part, la contribution de l'indexation automatique des salaires au coût salarial est notamment restée stable à 2,1% en 2004. D'autre part, l'essoufflement de l'activité économique,

précisément dans la branche du bâtiment en 2003, a sans doute également exercé un impact modérateur sur les prix et a probablement été à l'origine de la stabilisation des salaires réels dans le secteur.

Graphique 20

Prix à la construction (en taux de variation annuel)⁹



Source: STATEC

1.2.2 La comptabilité nationale

La deuxième estimation des comptes nationaux pour l'année 2003 et les comptes révisés pour les années 2001 et 2002 dresse un tableau plus optimiste que ne laissaient entrevoir les données précédemment publiées. De fait, le taux de croissance annuel du PIB réel est désormais estimé à 2,5% et 2,9% respectivement en 2002 et 2003, en hausse de 0,8 point de pourcentage par rapport aux données de printemps (1,7% et 2,1% resp.). De même, en 2001, la croissance du PIB réel a aussi été revue à la hausse mais dans de moindres proportions: 1,5% dans cette nouvelle version contre 1,3% auparavant. Le raffermissement plus marqué de la croissance de 2001 à 2003 qui se dégage de cette nouvelle version de la comptabilité nationale est essentiellement attribuable à la contribution plus favorable que prévue des exportations nettes à la progression annuelle du PIB.

Plus en détail, la demande intérieure s'est révélée plus robuste que ne laissaient présager les comptes nationaux du printemps 2004. En 2002, le recul moins prononcé de la formation brute de capital combiné à une accélération plus vigoureuse de la consomma-

⁸ 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).

⁹ Les prix sont recensés sur base semestrielle.

tion privée constituent la source de la moindre baisse de la demande intérieure. En 2003 par contre, c'est le renforcement des consommations privée et publique qui a été le moteur de l'accélération plus importante de la demande domestique. A noter que la chute plus marquée qu'initialement estimée de la formation brute de capital en 2003 est essentiellement due à la révision à la baisse de la formation de capital dans le secteur des «Services d'administration publique» et celui des «Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises».

Les grandeurs concernant l'emploi et la rémunération des salariés ont aussi subi des révisions mais d'une ampleur nettement moindre. Ainsi, pour l'année 2002, c'est la correction à la hausse de la croissance annuelle de l'emploi salarié qui a induit une décélération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié. Inversement en 2003, c'est l'infléchissement

plus remarquable qu'initialement annoncé de la progression annuelle de l'emploi salarié qui a causé une révision haussière du taux de croissance de la rémunération moyenne par salarié. En outre, comme la croissance annuelle du PIB a été significativement revue à la hausse de 2001 à 2003, la productivité du travail enregistrée en 2001 et 2002 a affiché une chute bien moins brutale qu'initialement estimée et a ensuite induit une accélération bien plus vigoureuse en 2003. Ces évolutions ont mécaniquement abouti à une croissance des coûts salariaux unitaires moindre au cours de ces trois années sous revue que ne le laissait apparaître la comptabilité nationale publiée au printemps. Dès lors, ces révisions ont impliqué un moindre recul de la marge de profit des entreprises en 2001 et 2002 et même une reprise plus marquée de la progression de cet indicateur en 2003.

Tableau 7 Evolutions des principaux agrégats macroéconomiques (taux de variation annuels, à l'erreur d'arrondis près)

	Taux de variation annuels (automne 2004)				Différence par rapport aux données du printemps				Contributions à la croissance réelle du PIB			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Consommation privée	4,6	5,1	3,2	1,6	0,0	0,0	0,4	0,4	1,9	2,0	1,3	0,7
Consommation publique	4,8	6,5	3,2	5,0	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,8	1,0	0,5	0,9
Formation brute de capital	4,8	2,1	-8,4	3,6	0,0	0,0	0,7	-0,6	1,2	0,5	-2,0	0,8
Demande intérieure	4,7	4,5	-0,2	2,9	0,0	0,0	0,4	0,2	3,9	3,5	-0,2	2,3
Importations	15,4	3,7	-2,6	1,6	0,0	-0,1	-0,8	-0,7	-18,5	-4,8	3,5	-2,0
Exportations	17,3	1,8	-0,6	1,8	0,0	0,0	-0,4	-0,1	23,6	2,8	-0,9	2,6
Exportations nettes	35,0	-12,8	18,4	3,4	-0,1	1,2	2,8	4,4	5,1	-2,0	2,6	0,6
Produit intérieur brut	9,0	1,5	2,5	2,9	0,0	0,2	0,8	0,8				
Déflateur du PIB	4,2	1,9	1,1	2,1	0,0	0,0	0,4	-0,1				
Emploi salarié	6,0	6,0	3,1	1,9	0,0	0,0	0,2	-0,3				
Emploi total	5,7	5,7	3,0	1,8	0,0	0,0	0,2	-0,2				
Coût salarial moyen total	4,7	3,9	3,7	2,1	0,0	0,0	-0,3	0,2				
Productivité du travail	3,2	-3,9	-0,5	1,1	0,0	0,2	0,6	1,0				
Coût unitaire du travail	1,5	8,1	4,2	1,0	0,0	-0,2	-0,9	-0,8				
Marge de profit	2,6	-6,2	-3,1	1,1	0,0	0,3	1,1	0,8				

Source: STATEC

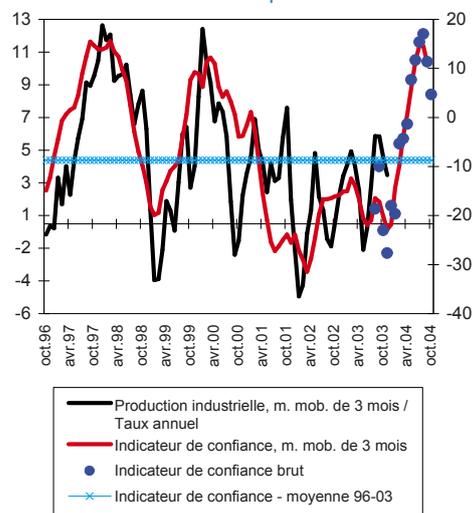
1.2.3 L'industrie

Les données statistiques relatives à l'activité économique confirment les résultats positifs issus des enquêtes de conjoncture. La production industrielle ajustée pour les jours ouvrables aurait ainsi progressé de 8,0% sur les sept premiers mois de l'année 2004 par rapport à la même période de l'année précédente. Cette hausse des volumes s'est faite simultanément à une forte hausse des prix et, par conséquent, le chiffre d'affaires s'est envolé, de l'ordre de 20%, sur cette même période. En moyenne, cette performance, qui fait suite à trois années de faible croissance, tranche nettement avec l'expérience connue durant les années récentes.

Depuis le début de l'année, l'indicateur de confiance, tel que calculé sur base des enquêtes de conjoncture, avait régulièrement fait état d'une amélioration du climat économique dans l'industrie. Plus récemment cependant, cet optimisme affiché par les chefs d'entreprises s'est quelque peu tempéré. Au mois de septembre, l'indicateur de confiance a notamment rompu avec la tendance haussière, et, en octobre, il s'est replié une deuxième fois. Ce mouvement de correction peut être interprété à deux niveaux. Pour le mois de septembre, il s'agit vraisemblablement d'une consolidation de l'optimisme à un niveau élevé. En effet, d'un point de vue statistique, il n'aurait été guère concevable que l'indicateur se soit encore amélioré davantage au cours des prochains mois car il avoisinait déjà les sommets atteints aux premiers trimestres des années 1998 et 2001, des trimestres correspondant à peu près aux sommets des deux derniers cycles conjoncturels tels que mesurés par la production industrielle. Par contre, la détérioration au mois d'octobre est vraisemblablement la conséquence directe de l'évolution du prix du pétrole. La progression du prix du baril s'est notamment accélérée depuis le mois d'août et le prix a dépassé le niveau de 50\$/bl vers la mi-octobre, entraînant probablement dans son sillage une détérioration des perspectives conjoncturelles.

Graphique 21

Indicateur de confiance et production industrielle¹⁰



Source: STATEC, calculs BCL

Le renversement de tendance dans les enquêtes de conjoncture mensuelles a été confirmé par les enquêtes trimestrielles du mois d'octobre. Celles-ci se sont légèrement dégradées sous l'effet d'un repli du degré d'utilisation des capacités de production et d'une baisse de la production assurée. Par contre, les entreprises considèrent toujours que l'insuffisance d'équipement gêne davantage le processus de production qu'une absence de la demande.

1.2.4 La construction

Les données issues des enquêtes de conjoncture signalent une légère amélioration de la situation conjoncturelle depuis le début de l'année. On relève ainsi une progression de la durée d'activité assurée et du carnet de commandes. De même, les conditions de taux hypothécaires sont restées favorables et ont soutenu la demande de crédits au logement. Associées à la hausse observée des permis de bâtir, elles devraient également favoriser la demande adressée à la branche du bâtiment en 2004 et en 2005.

En revanche, l'activité dans le génie civil risque de subir les conséquences d'une prudence accrue de la part du gouvernement central en matière de dépenses pour les investissements publics. Selon les données préliminaires du STATEC relatives à l'activité économique lors des sept premiers mois de l'année 2004, la production par jour ouvrable aurait progressé de 4,9% dans le bâtiment alors qu'elle aurait fléchi de 8,2% dans le génie civil.

¹⁰ Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur

Tableau 8 Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

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

Source: STATEC, BCL

1.2.5 Le commerce et les autres secteurs

L'évolution positive de l'activité économique dans le commerce en 2003 s'est poursuivie au début de l'année 2004 et ce constat est d'application dans toutes les branches hormis l'Horesca. La progression du chiffre d'affaires nominal au premier semestre de l'année a ainsi été de 7,2% pour le commerce de gros et de 3,1% pour le commerce de détail. Dans la branche de l'hôtellerie et des restaurants, on note plutôt une stabilisation des

activités, une évolution qui est cependant à replacer dans le contexte de la mauvaise conjoncture à laquelle le secteur faisait face en 2003. Les développements récents témoignent ainsi davantage d'un retour lent à une situation normale que d'un dynamisme accru de l'activité économique dans cette branche. L'évolution des immatriculations de voitures est telle qu'une nouvelle année record semble s'annoncer pour ce secteur.

Tableau 9 Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures (en taux de variation annuel)

	2002	2003	T3-03	T4-03	T1-04	T2-04	T3-04
Immatriculations de voitures	1,2	0,2	3,2	7,3	6,5	14,4	5,4
Commerce de gros	-0,5	11,7	12,3	11,7	6,7	7,7	na
Commerce de détail	8,1	5,5	4,5	4,6	2,9	3,2	na
Hôtels et restaurants	3,5	-4,2	-5,2	-0,8	1,6	-2,2	na

Source: STATEC

1.2.6 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs

La moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs de la BCL est demeurée stable depuis septembre 2004, suite à des hausses consécutives entre juin et septembre 2004. Ainsi, la moyenne mobile de l'indicateur de confiance s'est établie à 5 en septembre, octobre et novembre, en hausse par rapport à la valeur de 1 observée en avril et mai. La confiance des consommateurs demeure cependant faible au regard

des niveaux observés au premier semestre 2002 durant lequel la moyenne sur trois mois de l'indicateur fluctuait entre 10 et 12.

L'indicateur de confiance non lissé a été plus volatil, comme en témoigne son recul d'une valeur de 7 en septembre à 4 en novembre 2004.

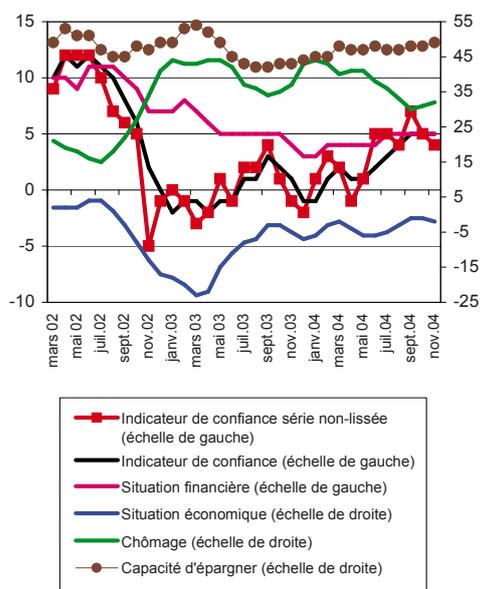
¹¹ Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

¹² Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

¹³ Rupture de série à partir du début de 2003.

Graphique 22

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes (moyennes mobiles sur trois mois sauf indication contraire)



Source: BCL

1.2.7 Le marché du travail

1.2.7.1 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 2003 pour se stabiliser autour de 2,0%, suivant ainsi avec retard la détérioration de l'activité économique. Les données définitives pour les sept premiers mois de 2004, ainsi que les estimations disponibles pour les mois de juillet à octobre 2004 décrivent un redémarrage de la croissance annuelle de l'emploi. De fait, la progression annuelle de l'emploi est passée de 1,6% en janvier à 2,5% en octobre 2004. A cette vitesse de croisière, l'emploi total a dépassé la barre des 300 000 personnes occupant un emploi au Luxembourg dès avril pour finalement s'établir à 305 189 personnes en octobre 2004.

L'économie a ainsi pourvu un nombre grandissant d'emplois nouveaux tout au long des trois premiers trimestres de 2004, faisant passer le nombre moyen de créations d'emplois de 5 549 en 2003 à 6 959 en 2004. Ce sont les non-résidents, dont le nombre total s'élevait à 113 760 personnes en octobre 2004 (après 108 995 personnes en octobre 2003) qui continuent à satisfaire la plus grande partie de ces emplois nouveaux. Cependant

la part des travailleurs frontaliers est en baisse, passant de 80% en janvier à 64% en octobre 2004. La contrepartie de cette évolution est forcément une augmentation de la part des résidents dans les créations d'emplois. L'emploi national frôle désormais la barre des 200 000 personnes en octobre 2004 (199 805 plus précisément, après 197 086 personnes douze mois plus tôt). Cette hausse de la part des résidents dans la création d'emplois contraste avec le recul observé l'année précédente à la même période. La reprise de la croissance de l'emploi qui se dessine depuis le début de l'année bénéficie donc davantage aux résidents, favorisant dans son sillage la baisse du taux de chômage au cours de la période sous revue.

S'agissant de l'emploi salarié et de l'emploi indépendant, les données disponibles témoignent d'un renforcement de leur croissance annuelle respective tout au long des dix premiers mois de 2004. De fait, le taux de progression annuel de l'emploi salarié est passé d'un rythme de 1,7% en janvier à 2,5% en octobre 2004. De même, l'emploi indépendant a entamé une escalade au cours de la période sous revue, partant d'une croissance nulle en janvier pour atteindre 2,6% en octobre 2004.

Quant au travail intérimaire, en dépit du fait qu'il ne représente que 2,3% de l'emploi total au Luxembourg, il n'en demeure pas moins intéressant car il fait figure d'indicateur avancé des évolutions sur le marché de l'emploi, tel que le montre le recul du nombre de travailleurs intérimaires, de contrats de missions ainsi que le ralentissement de la progression du nombre d'entreprises ayant recours au travail intérimaire observés dès le début de l'année 2001 et jusqu'en 2003. La reprise de la croissance du nombre de missions d'intérim, conjuguée à celle de l'emploi intérimaire au cours des cinq premiers mois de 2004 (resp. 13,9% et 9,7% après 9,0% et 6,3% l'année précédente à la même période), confirme l'embellie sur le marché du travail au cours des mois passés. De même l'accélération vigoureuse de la croissance du nombre d'entreprises employant des travailleurs intérimaires au cours du trimestre couvert (9,8% en glissement annuel après 1,8% l'année précédente) s'annonce comme prémisse d'une croissance plus subséquente de la création d'emplois.

Cependant, la prudence doit être de rigueur en ce qui concerne le rythme ainsi que 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. En outre, les données disponibles concernant la décomposition sectorielle de la croissance annuelle de l'emploi salarié au cours des sept premiers mois de 2004, ne décrivent pas de raffermissement de

la croissance de l'emploi au sein des secteurs qui ont été les moteurs traditionnels de la croissance de l'emploi avant le ralentissement de la conjoncture, à savoir l'«Industrie et manufacture» et les «Activités financières»¹⁴. En effet, les parts contributives de ces secteurs sont demeurées respectivement négative et nulle au cours des sept premiers mois de l'année 2004 (resp. -0,1 p.p. et

0,0 p.p.)¹⁵. Par contre, nonobstant la décision relevant du budget du Gouvernement central en 2004 de procéder à un arrêt temporaire des recrutements (sauf dans la police et l'enseignement), c'est le secteur des «Administrations publiques» qui a soutenu la croissance annuelle de l'emploi salarié au cours des sept premiers mois de 2004 (0,4 p.p.).

Tableau 10 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	2,9%	4,2%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,5	2,2	3,7%	5,2%
2004 T1	2,0	0,4	1,9	3,9	0,7	1,4	4,4%	5,8%
2004 T2	2,6	1,8	2,6	4,7	1,3	1,8	4,0%	5,6%
2004 T3	2,7	2,5	2,6	4,7	1,4	1,8	4,1%	5,6%
juil.-04	2,5	2,4	2,5	4,3	1,4	1,8	4,0%	5,5%
août-04	2,7	2,5	2,7	4,9	1,4	1,8	4,0%	5,5%
sept-04	2,7	2,6	2,7	4,8	1,4	1,8	4,2%	5,7%
oct.-04	2,5	2,6	2,5	4,4	1,4	1,7	4,3%	5,9%

Sources: IGSS, STATEC, calculs BCL

* Les données concernant l'emploi d'août à octobre sont des estimations

Enquête sur le marché du travail auprès des salariés

Le but du présent encadré est de présenter les principaux résultats d'une enquête sur le marché du travail menée en juin 2004 par la Banque centrale du Luxembourg (BCL) auprès de 500 salariés résidents¹⁶. Elle fournit des informations sur les opinions des salariés au sujet de l'organisation effective de leur travail et sur leurs préférences en cette matière. Cet encadré met l'accent sur les résultats obtenus en matière de durée de travail et de l'organisation du temps de travail.

L'enquête fait apparaître que la majorité des salariés (57%) est satisfaite de leur horaire de travail actuel, alors que 33% des salariés interrogés aimeraient travailler moins et que 9% voudraient travailler davantage à salaire horaire inchangé. Le tableau ci-dessous illustre que la volonté d'augmenter ou surtout de réduire l'horaire de travail actuel est plus prononcée chez les femmes que chez les hommes.

¹⁴ Le secteur des «Activités financières» selon l'IGSS comprend en plus des banques et PSF, les activités d'assurances et les travailleurs intérimaires employés dans ces secteurs.

¹⁵ L'horizon temporel de l'analyse sectorielle de l'emploi salarié est limité aux sept premiers mois de 2004 en raison de l'absence de données exhaustives concernant l'emploi dans les différents secteurs de l'économie luxembourgeoise au-delà de cette période.

¹⁶ Cette enquête s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

Tableau 11 En supposant que votre salaire horaire actuel reste inchangé, vous aimeriez travailler (pourcentage des réponses):

	Moins	Autant	Plus
Total	33	57	9
Hommes	30	63	7
Femmes	38	50	12

Source: BCL

Selon les résultats de l'enquête, le temps de travail hebdomadaire contractuel moyen est de 34 heures (38 heures pour les hommes et 29 heures pour les femmes), alors que le temps effectivement travaillé est de 37 heures (41 heures pour les hommes et 31 heures pour les femmes). Le tableau suivant fournit les opinions des salariés sur les heures effectivement travaillées.

Tableau 12 Heures effectivement travaillées par semaine (pourcentage des réponses)

Heures	moins de 20	entre 20 et 24	entre 25 et 29	entre 30 et 34	entre 35 et 40	entre 41 et 45	plus de 45
Total	5	11	1	5	43	18	17
Hommes	0	4	0	0	49	23	24
Femmes	13	24	4	6	30	14	9

Source: BCL

La conclusion qu'une certaine proportion des salariés résidents a une préférence pour travailler moins se trouve confirmée par la confrontation de la préférence moyenne des salariés exprimés en heures avec le nombre d'heures effectivement travaillées. La préférence moyenne des salariés est de travailler 33 heures par semaine (36 heures pour les hommes et 29 pour les femmes). Les salariés voudraient donc en moyenne travailler quelque quatre heures de moins par semaine (4 heures pour les hommes et 3 heures pour les femmes) ce qui correspond à une réduction souhaitée du temps de travail de presque 11%.

Tableau 13 Combien d'heures par semaine préféreriez-vous travailler (sur la base du même salaire horaire que celui que vous percevez actuellement)? (pourcentage des réponses)

Heures	moins de 20	entre 20 et 24	entre 25 et 29	entre 30 et 34	entre 35 et 40	entre 41 et 45	plus de 45
Total	6	14	3	15	50	6	5
Hommes	3	3	2	10	66	9	7
Femmes	12	28	5	20	31	1	3

Source: BCL

Le tableau suivant illustre que 51% des salariés opteraient pour une augmentation de salaire si on leur demandait de choisir entre une augmentation du salaire et une réduction du temps de travail. Les hommes ont une préférence plus marquée pour une augmentation du salaire (56%) alors que les femmes interviewées préfèrent une réduction du temps de travail (54%).

Tableau 14 *Si, lors des prochaines négociations salariales, vous aviez le choix entre les deux possibilités suivantes, laquelle choisiriez-vous? (pourcentage des réponses)*

	<i>Augmentation de salaire</i>	<i>Réduction du temps de travail</i>	<i>Ne sait pas</i>
Total	51	48	1
Hommes	56	43	1
Femmes	44	54	2

Source: BCL

Les salariés semblent peu disposés à travailler davantage la nuit et le dimanche en échange d'un salaire plus élevé ou de périodes de loisirs supplémentaires. Par contre, la majorité des salariés serait favorable à travailler plus tôt le matin ou plus tard le soir ou aussi le samedi. La très grande majorité des salariés serait également d'accord de modifier l'horaire en fonction des besoins.

Tableau 15 *Volonté à modifier l'horaire de travail en échange d'un salaire plus élevé ou de périodes de loisirs supplémentaires (pourcentage de réponses positives)?*

	<i>plus tôt le matin ou plus tard le soir</i>	<i>pendant la nuit</i>	<i>samedi</i>	<i>dimanche</i>	<i>en fonction des nécessités</i>
Total	69	33	57	33	80
Hommes	70	40	61	35	81
Femmes	68	24	51	29	79

Source: BCL

L'enquête montre également que 86% des personnes travaillant à temps plein sont satisfaits de leur régime de travail, alors que 14% voudraient plutôt travailler à temps partiel avec un salaire proportionnellement inférieur. On note des différences marquées entre hommes et femmes.

Tableau 16 *Vous êtes employé à temps plein. Préférez-vous un emploi à temps partiel avec un salaire proportionnellement inférieur? (pourcentage des réponses)*

	<i>Oui</i>	<i>Non</i>
Total	14	86
Hommes	7	93
Femmes	31	69

Source: BCL

Presque la moitié des hommes travaillant à temps partiel a exprimé une préférence pour un emploi à temps plein alors que la presque totalité des femmes (89%) occupant un poste à temps partiel est satisfaite de leur régime de travail.

Tableau 17 Vous êtes employé à temps partiel. Préférez-vous un emploi à temps plein? (pourcentage des réponses)

	Oui	Non
Total	14	86
Hommes	48	52
Femmes	11	89

Source: BCL

L'enquête fournit également des informations sur les préférences des chômeurs en matière de régime de travail. Ainsi, le tableau ci-dessous illustre que 75% des chômeurs interviewés sont à la recherche d'un emploi à plein temps. Les différences entre les sexes sont frappantes. En effet, la quasi-totalité des hommes au chômage penchent en faveur d'un emploi à plein temps, tandis que les femmes étant à la recherche d'un emploi sont indifférentes quant à la durée de l'emploi recherché.

Tableau 18 Préférences des chômeurs pour...(pourcentage des réponses)

	un emploi à temps plein	un emploi à temps partiel	pas de préférence
Total	75	8	17
Hommes	91	0	9
Femmes	35	35	30

Source: BCL

1.2.7.2 Le chômage

En reflet de la reprise graduelle de l'emploi, la situation sur le front du chômage est entrée dans une phase de quasi-stabilisation au cours des dix premiers mois de 2004. Cependant, toutes les valeurs mensuelles observées du taux de chômage au cours de cette période ont été supérieures aux valeurs respectives de l'année précédente. Le taux de chômage «strict» moyen pendant les dix premiers mois a été de 4,2% après 3,7% dans la même période de l'année précédente et le nombre moyen de demandeurs d'emploi s'est élevé à 8 585 personnes, donc en hausse à concurrence de 1 147 unités. Sur base «désaisonnalisée» une quasi-stabilisation du taux de chômage autour de 4,2% de janvier à octobre 2004 se manifeste, menant à la conclusion que le taux de chômage semble plafonner.

Plus en détail, ce sont les hommes qui continuent d'être majoritairement touchés par le chômage, représentant en moyenne 54% des personnes au chômage au cours des dix premiers mois de 2004. De plus, une personne

sans emploi sur quatre au Luxembourg est un chômeur «de longue durée» (i.e. inscrit à l'ADEM depuis plus de douze mois, après seulement un chômeur sur cinq l'année précédente à la même période). En outre, la part des chômeurs «de longue durée» au sein de la population au chômage est celle ayant enregistré la hausse annuelle la plus importante (12,7% après une baisse de l'ordre de 3,3% l'année passée au cours de la même période).

Quant à la ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âges, les chômeurs de plus de cinquante ans représentent désormais près d'une personne sur six inscrites à l'ADEM alors que seulement une personne sans emploi sur huit était âgée de plus de cinquante ans l'année précédente. De plus, la catégorie des personnes de plus de cinquante ans a affiché l'augmentation annuelle de ses effectifs la plus substantielle au cours de la période sous revue (+15,7% après -2,8% l'année précédente).

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 de janvier à octobre 2004 à un niveau supérieur à celui de l'année précédente. Ce taux de chômage s'inscrit à 5,7% en moyenne au cours de la période sous revue, ce qui représente 11 731 personnes (après 5,1%, soit de 10 342 personnes l'année précédente à la même période). 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 3 147 personnes en moyenne de janvier à octobre 2004 (après 2 904 unités l'année précédente).

Le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) qui sont autant d'opportunités de sortie du chômage pour les personnes sans emploi, a augmenté graduellement tout au long des dix premiers mois de 2004 (de l'ordre de 20,7% en glissement annuel) alors que leur nombre avait reculé l'année précédente à la même période (de l'ordre de 12,0%). De fait, 1 042 emplois ont été proposés en moyenne depuis le début de 2004 (après 871 postes offerts en moyenne en 2003 à la même période). De manière plus détaillée, on observe que la moitié de ces postes vacants se situent dans les secteurs/métiers

des «Professions libérales, techniciens et assimilés» et des «Employés de bureau». Le ratio des DENS aux OENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale et la demande de travail (qui est quant à elle aussi adressée aux étrangers). En dépit de l'augmentation observée du nombre d'OENS depuis le deuxième trimestre de 2004, l'appariement entre l'offre et la demande de travail ne s'est guère amélioré (il est demeuré quasiment identique à celui observé en 2003 à la même période, soit en moyenne 8 candidats potentiels inscrits à l'ADEM pour un poste offert). 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 22 chômeurs potentiellement intéressés), «Vendeurs» (1/21) et «Travailleurs des transports» (1/13). Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail sont ceux des «Professions libérales, techniciens et assimilés» (une proposition d'emploi pour 4 demandes potentielles), de l'«Employés de bureau» (1/6) et, des «Artisans, ouvriers, (alimentaire, chimie, production, machiniste)» (1/8).

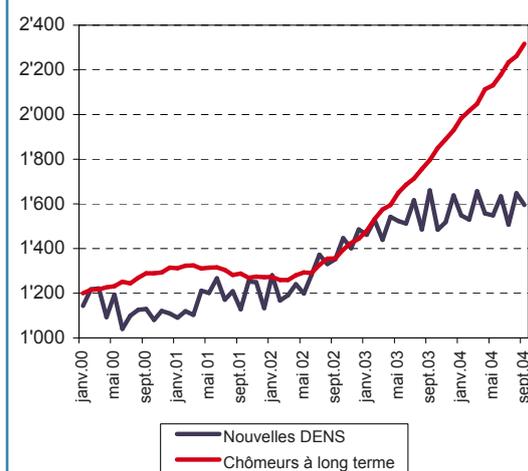
Le chômage structurel

Introduction

Le ralentissement abrupt de l'activité économique survenu en 2001 s'est traduit par une inversion de la tendance du taux de chômage: après plusieurs années de baisse continue, le taux de chômage a emprunté une trajectoire ascendante depuis la fin du troisième trimestre 2001. Bien qu'un redémarrage de l'économie s'observe depuis 2002 et que la croissance de l'emploi s'accélère à nouveau depuis février 2004, le chômage n'est pas en baisse. Tandis que le nombre de personnes s'inscrivant chaque mois auprès de l'ADEM comme demandeurs d'emploi est en quasi-stagnation depuis juillet 2003, le chômage à long terme ne cesse d'augmenter (voir graphique ci-contre).

Graphique 23

Nouvelles inscriptions au chômage et chômage à long terme (>12 mois), chiffres désaisonnalisés



Source: ADEM, calculs BCL

Le présent encadré se propose de donner un aperçu de certains éléments pouvant éclaircir quelques aspects du chômage structurel. Il sera suivi d'une analyse plus approfondie dans la prochaine édition du bulletin de la BCL.

L'efficacité du processus d'appariement entre l'offre et la demande

Le chômage structurel est parfois assimilé au chômage à long terme, ce qui n'est pas correct, mais chômage structurel et chômage à long terme peuvent être liés. Bien que le chômage structurel soit un concept complexe, on pourrait le décrire comme la partie du chômage observé qui résulte de différences entre les caractéristiques de l'offre de travail d'un côté et de la demande de travail de l'autre côté, ou encore d'une «inadéquation» («mismatch») entre les deux. Cette inadéquation peut être liée au niveau de qualification (ou à d'autres caractéristiques des individus cherchant un emploi), au secteur économique ou encore à des disparités régionales entre offre et demande.

Une analyse de certains indicateurs d'inadéquation telle que la courbe de Beveridge et l'inadéquation inter- et intra-sectorielle sera présentée par la suite.

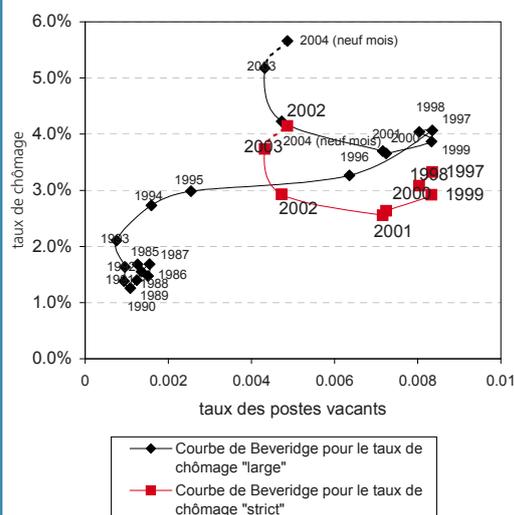
L'analyse de la «courbe de Beveridge»¹⁷ permet d'évaluer l'importance des problèmes liés à l'appariement entre l'offre et la demande sur le marché de l'emploi à l'aide de la relation existant entre les emplois vacants et le niveau du chômage. L'étude de la dynamique de cette «courbe de Beveridge» pour le Luxembourg de 2001 à 2003 permet d'attribuer le déplacement de sa trajectoire à un choc agrégé (c'est-à-dire conjoncturel). De fait, ceci va dans le sens de la réalité observée, à savoir que le ralentissement conjoncturel a conduit à une augmentation du taux de chômage et a incité les employeurs à réduire le nombre d'offres d'emplois. Les premières données disponibles pour l'année 2004 (neuf mois sous revue) décrivent un déplacement de l'ensemble de la courbe vers le haut et la droite ce qui est indicateur d'un choc de ré-allocation (c'est-à-dire structurel) où, en dépit de la hausse du nombre de personnes en chômage, les employeurs qui accroissent leur demande de force de travail ne trouveraient pas la main-d'œuvre adéquate au sein de la population en chômage.

Quels peuvent-être les facteurs explicatifs de ce déplacement de l'ensemble de la courbe observé récemment? En parallèle à la hausse du nombre d'offres d'emplois non satisfaites (OENS) tout au long des neuf premiers mois de 2004 (de l'ordre de 20,9% en glissement annuel en moyenne), le ratio des DENS aux OENS ne montre pas d'amélioration de l'appariement entre l'offre de travail nationale et la demande de travail (qui est quant à elle aussi adressée aux étrangers). Plus en détail, 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 22 chômeurs potentiellement intéressés), «Vendeurs» (1/21), «Travailleurs des transports»(1/13) et «Directeurs et cadres administratifs supérieurs» (1/11).

Pour expliquer l'étiologie de cette inadéquation, des régressions entre le taux d'inadéquation sectorielle et la part des chômeurs disposant d'un niveau d'enseignement «inférieur ou moyen»¹⁸ ont été réalisées. Ces calculs dégagent l'existence d'une corrélation positive et significative entre ces deux variables dans les secteurs des

Graphique 24

La «courbe de Beveridge» au Luxembourg de 1985 à 2004 (neuf mois)



Source: ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

17 Beveridge, W. (1944), «Full Employment in a Free Society», London, George Allen and Unwin.

18 Le «niveau d'enseignement inférieur» tel que défini par l'ADEM correspond au niveau d'enseignement acquis à l'issue de neuf années d'études (scolarité obligatoire) et le «niveau d'enseignement moyen» se rapporte au niveau d'enseignement atteint de la 10^{ème} à la 13^{ème} de l'enseignement technique, 4^{ème} à la 1^{ère} de l'enseignement secondaire général.

«Travailleurs des transports» et des «Autres services». Ceci révèle que dans ces secteurs l'existence de chômeurs avec niveau d'enseignement «inférieur ou moyen» contribue à expliquer cette évolution de l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail. A noter, l'absence de corrélation entre le niveau de formation «inférieur et moyen» et le degré d'appariement dans le secteur des «Directeurs et cadres administratifs supérieurs» s'explique principalement par un artefact statistique: la faible part des personnes ayant un niveau «inférieur ou moyen» parmi les demandeurs d'emploi dans ce secteur. Par contre, dans le secteur des «Vendeurs», l'inexistence d'un pouvoir explicatif du faible niveau de formation proviendrait du fait que l'activité de vente en général ne nécessite pas une qualification particulièrement élevée et spécifique. Ainsi, au regard de ces résultats le choc de ré-allocation observé sur la courbe de Beveridge pourrait en partie s'expliquer par une inadéquation de l'offre de travail en terme de formation à la demande de travail dans certains secteurs.

Afin de prendre en compte la possibilité d'une divergence entre l'offre et la demande de travail au sein des ou entre les secteurs économiques, des indicateurs d'inadéquation intra-sectorielle et inter-sectorielle sont présentés ci-dessous. Les périodes considérées dans cette partie diffèrent de celles présentées précédemment, car certaines données spécifiques nécessaires aux calculs de ces indicateurs ne sont disponibles qu'à partir de 1997 ou de 1998.

Tout d'abord, des indicateurs d'inadéquation intra-sectorielle sont calculés afin de rendre compte du degré d'efficacité du processus d'appariement au sein de chaque secteur. Ainsi, pour chaque secteur économique, le nombre de demandeurs d'emploi est mis en relation avec le nombre d'offres d'emplois non-satisfaites du secteur. Si l'inadéquation n'est pas de nature intra-sectorielle, le ratio des demandeurs d'emplois et celui des offres d'emplois seront identiques pour chacun des secteurs.

$$I_1 = \frac{1}{2} \sum_i \left| \frac{U_i}{U} - \frac{V_i}{V} \right|$$

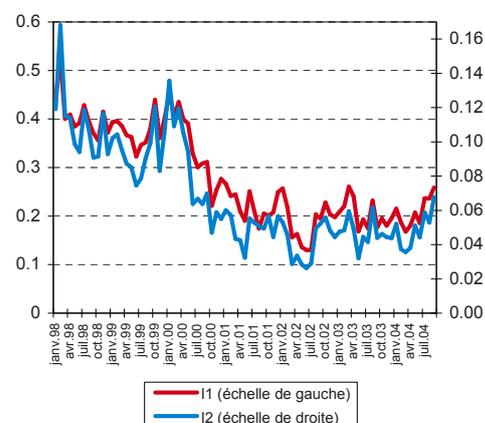
U et V sont le nombre total de demandeurs d'emploi respectivement d'emplois vacants à un moment donné. U_i et V_i correspondent aux demandeurs d'emploi et aux emplois vacants dans le secteur i. Si la répartition des chômeurs à travers les secteurs est identique à celle des offres d'emploi, l'indicateur est égal à zéro. L'indicateur atteint sa valeur maximale (1) au cas où tous les emplois vacants se trouvent dans des secteurs pour lesquels aucun demandeur d'emploi n'est inscrit.

Un autre indicateur de l'inadéquation intra-sectorielle complète l'analyse:

$$I_2 = 1 - \sum_i \left(\frac{U_i}{U} * \frac{V_i}{V} \right)^{1/2}$$

Graphique 25

Evolution des indicateurs d'inadéquation intra-sectorielle



Source: ADEM, calculs BCL

Tandis que l'évolution des deux indicateurs au fil du temps paraît très semblable, il s'avère que l'adéquation intra-sectorielle de l'emploi se soit globalement améliorée de 1998 jusqu'au premier semestre 2002. Puis, elle s'est quasi-stabilisée jusqu'au début de 2004. Depuis lors, ces indicateurs sont en hausse: le choc de ré-allocation observé serait donc en partie attribuable à la détérioration de l'appariement entre l'offre et la demande au sein de chaque secteur de l'économie.

Dans un second temps, un indicateur d'inadéquation inter-sectoriel est évalué pour le Luxembourg afin de rendre compte de l'efficacité du processus d'appariement entre les secteurs. L'indicateur de Lilien¹⁹ (1982) qui mesure la modification de la structure des emplois par l'écart-type pondéré des taux de croissance de l'emploi par secteur sera utilisé à cet effet.

$$I_3 = \left[\sum_{i=1}^n \frac{L_i}{L} \left(\frac{\Delta L_i}{L_i} - \frac{\Delta L}{L} \right)^2 \right]^{1/2}$$

Plus exactement désignons par ΔL_i et ΔL les variations de l'emploi Lidu secteur i et de l'emploi total L au cours d'une période donnée. De plus, n désigne les 6 secteurs considérés²⁰.

L'indicateur de Lilien est resté stable de 1997 à 2001²¹, puis il a augmenté significativement en 2002 pour ensuite se stabiliser en 2003. Cet indicateur calculé à partir des premières données disponibles pour 2004 présente une trajectoire à la baisse comparativement aux deux années précédentes. Cet indicateur nous révèle donc que les mouvements entre les secteurs ont été moins importants au début de 2004. L'élasticité de cet indicateur par rapport au taux de chômage a baissé au cours des premiers mois de 2004 ce qui signifie que la diminution constatée des mouvements d'emplois entre les secteurs expliquerait dans une moindre mesure les variations du chômage au Luxembourg au début de 2004 que par le passé.

L'indicateur de Lilien est corrélé aux fluctuations conjoncturelles car les différents secteurs répondent avec un délai différent et une sensibilité différente aux fluctuations conjoncturelles. Ainsi, l'indicateur de Lilien ne mesure pas seulement l'inadéquation inter-sectorielle mais il tient également compte des variations de la demande globale. Pour éviter cet inconvénient, un indicateur dit de «turbulence»²² (qui est égal à la moitié de la somme en termes absolus des parts de chaque secteur dans l'emploi total) est calculé.

$$I_4 = \frac{1}{2} \sum_i \left| \Delta \left(\frac{N_i}{N} \right) \right|$$

Cet indicateur mesure le pourcentage des emplois qui changent de secteur d'une période à l'autre. N_i est le nombre de salariés du secteur i donné; N est nombre de salariés total au même moment.

Ce tableau décrit une baisse de la turbulence sectorielle totale pour 2004. La reprise conjoncturelle ne semble donc pas encore se traduire par des ré-allocations plus importantes c'est-à-dire qu'on ne trouve pas d'élément

19 Lilien, D., (1982), «Sectoral Shifts and Cyclical Unemployment», *Journal of Political Economy*, 90, pp.1121-1142.

20 Cf. Décomposition sectorielle adoptée par l'ADEM.

21 L'indicateur de Lilien pour le marché de l'emploi du Luxembourg a été calculé sur base des données de l'IGSS.

22 Layard, R., Nickell, S. et Jackman, R (1991), «Job Security Provisions and Employment», *Quarterly Journal of Economics*, 105, pp. 699-725.

Tableau 19 *Turbulence sectorielle selon la nationalité et la résidence*

	1 <i>Luxembourgeois</i>	2 <i>Résidents étrangers</i>	3 <i>Résidents</i>	4 <i>Frontaliers</i>	5 <i>Total</i>
1997	1,30%	2,00%	1,30%	1,90%	1,20%
1998	1,50%	2,50%	1,60%	2,60%	1,70%
1999	0,90%	1,70%	1,00%	1,70%	1,20%
2000	2,50%	2,80%	2,20%	2,80%	2,40%
2001	1,50%	2,10%	1,60%	2,10%	1,70%
2002	1,40%	1,00%	1,00%	0,80%	0,70%
2003	1,40%	1,40%	1,30%	1,20%	1,10%
2004	1,50%	1,30%	1,20%	0,90%	1,00%
Moyenne 1997-2004	1,50%	1,90%	1,40%	1,80%	1,40%

Source: IGSS et calculs BCL

indiquant qu'une restructuration sectorielle de grande ampleur de l'emploi selon la nationalité et la résidence serait susceptible d'être à l'origine de la montée persistante du chômage au Luxembourg depuis la fin du troisième trimestre de 2001. Plus en détail, il est remarquable de constater que seul l'indicateur de turbulence pour les personnes de nationalité luxembourgeoise a enregistré une légère hausse en 2004. Ceci pourrait traduire le fait que le redressement de la conjoncture a augmenté la probabilité pour les salariés de nationalité luxembourgeoise de trouver un emploi dans un autre secteur que celui qu'ils occupaient précédemment.

Conclusion

En conclusion, la nature «protéiforme» du chômage structurel nous a amené à analyser les différents visages qu'il est susceptible d'afficher. Il est apparu à partir de l'étude de la «courbe de Beveridge», qu'un choc de nature «structurelle» s'est produit sur le marché de l'emploi au cours des premiers mois de 2004. L'analyse détaillée des différents indicateurs d'inadéquation a fait ressortir d'une part, une détérioration globale de l'appariement intra-sectoriel et, d'autre part, l'existence d'une relation entre cette inadéquation et un niveau peu élevé de formation au sein de certains secteurs de l'économie.

1.2.7.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS²³, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est accélérée au cours sept premiers mois de 2004 (+3,4% après +2,7% au cours de la même période de l'année précédente). Ce renforcement trouve son explication dans la

hausse de la part contributive de l'indexation automatique des salaires (2,5 p.p. après 1,8 p.p. l'année précédente à la même période), la contribution des «Autres composantes» étant demeurée inchangée (à hauteur de 0,9 p.p. resp.).

23 IGSS: Inspection Générale de la Sécurité Sociale.

Les principaux faits qui influenceront sur l'évolution de cet indicateur de coûts salariaux au cours des cinq derniers mois de 2004²⁴ proviennent, d'une part, de l'augmentation salariale rétroactive de l'ordre de 0,8% pour les

employés du secteur bancaire (qui représentent 15,1% de la masse salariale) et, d'autre part, de l'entrée en vigueur d'une nouvelle cote d'application de l'échelle mobile des salaires qui est survenue le 1^{er} octobre 2004.

Tableau 20 Décomposition de la croissance du coût salarial moyen par mois et par personne dans l'optique de l'indicateur de court terme de l'IGSS

Années	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
2002	2,1	1,0	3,1
2003	2,1	1,2	3,2
Trimestres			
2003 T1	2,5	0,5	3,0
2003 T2	1,7	1,0	2,6
2003 T3	1,7	1,4	3,1
2003 T4	2,5	1,6	4,1
2004 T1	2,5	1,0	3,5
Mois			
200401	2,5	-0,1	2,4
200402	2,5	1,0	3,5
200403	2,5	2,0	4,5
200404	2,5	0,9	3,4
200405	2,5	1,3	3,8
200406	2,5	0,6	3,1
200407	2,5	0,6	3,1

Source: IGSS

1.2.8 Le secteur financier

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

L'effectif total du secteur financier progresse de 173 emplois entre juin et septembre 2004, pour atteindre 27 535 unités en fin de période (ce chiffre ne tient pas compte du changement de base concernant l'effectif dans les PSF). Bien qu'une conclusion positive concernant la situation de l'emploi dans ce secteur soit quelque peu prématurée, il convient pourtant de noter que le cycle de perte d'emplois entamé dès le second semestre 2001 semble avoir été enrayer.

La situation dans les banques

L'effectif des banques luxembourgeoises est passé de 22 470 unités à 22 520 entre juin et septembre 2004, soit une création nette de 50 emplois (+0,22%). Il s'agit de la seconde hausse consécutive après celle survenue entre mars et juin 2004 (+0,39%). Les principaux indicateurs macroéconomiques, ainsi que les profits semestriels annoncés par la plupart des banques, laissent entrevoir la fin d'un cycle de perte d'emplois. Il faut toutefois rester prudent avant d'évoquer l'existence d'un cycle de création d'emplois au regard des tensions internationales qui peuvent venir hypothéquer une reprise économique et boursière robuste, condition nécessaire à la bonne santé des banques luxembourgeoises. De plus, les

²⁴ Cet indicateur n'est disponible que pour les sept premiers mois de 2004 pour l'heure.

dernières évolutions de l'activité bancaire internationale font état de possibles mises en place d'opérations de fusions-acquisitions, en particulier en Allemagne, laissant ainsi augurer des répercussions sur la place bancaire luxembourgeoise (les banques allemandes représentent près du tiers du nombre total d'établissements de crédits actifs au Luxembourg). Peu d'effets sont à attendre d'un rapprochement entre entités à activités complémentaires; en revanche, dans l'hypothèse de fusions entre entités de même taille et opérant sur une même activité, les effets sur l'emploi peuvent devenir négatifs. Une analyse, proposée en seconde partie de ce bulletin, offre une synthèse rétrospective de l'impact des opérations de fusions-acquisitions sur l'emploi dans les banques au cours des 30 dernières années au Luxembourg.

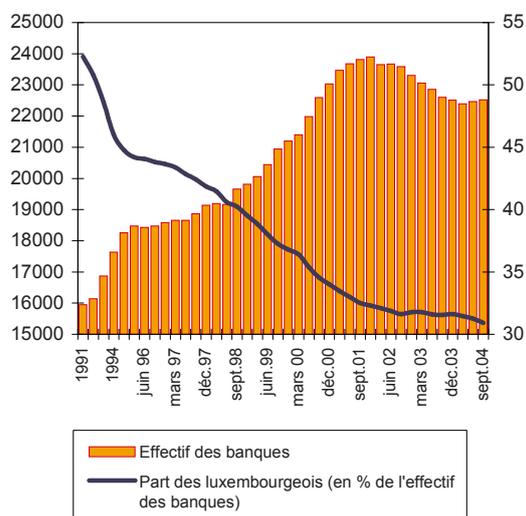
Il est intéressant de noter que la part de l'emploi luxembourgeois dans le secteur des banques est tombé à son plus bas niveau historique, à 30,9% au 30 septembre 2004. A l'exception d'une courte parenthèse entre la fin 2002 et le début 2003, la part de Luxembourgeois dans le secteur bancaire n'a cessé de chuter.

La situation dans les PSF

Pour les professionnels du secteur financier (PSF), l'effectif s'établit à 5 015 unités au 30 septembre 2004, laissant apparaître une nouvelle progression de l'emploi de 123 unités par rapport au 30 juin 2004 (soit 2,5%). L'emploi dans ce secteur est en progression constante sur les cinq derniers trimestres (+18,1% entre septembre 2003 et septembre 2004). Il faut toutefois noter que, sur cette période, la base de calcul de l'effectif des PSF a évolué en raison de l'application d'une nouvelle loi du 2 août 2003 relative à l'externalisation de certaines activités et qui vient en modification des lois du 5 avril 1993, du 23 décembre 1998 et du 31 mai 1999. Son entrée en vigueur au 1^{er} octobre 2003 s'est traduite par un rattachement au secteur financier d'un certain nombre d'activités connexes ou complémentaires par rapport à une activité financière. En neutralisant l'effet du changement de population déclarante, l'effectif des PSF serait de 4 939 emplois en septembre 2004 (au lieu de 5 015), soit un écart de 76 emplois. En tenant compte de cette neutralisation, l'effectif afficherait toujours une hausse, mais de seulement 1,2% (comparativement à 2,5% observée).

Graphique 26

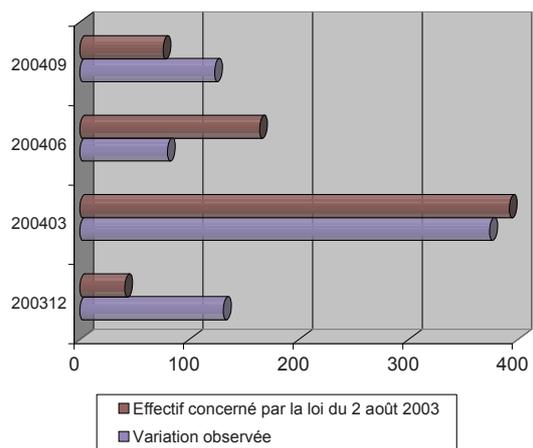
Evolution de l'effectif des banques et de la part de l'emploi luxembourgeois



Source: BCL

Graphique 27

Comparaison entre l'effectif concerné par la loi du 2 août 2003 et la variation de l'effectif total observé dans les PSF



Source: BCL

1.2.8.2 Les établissements de crédit

- L'évolution du nombre des établissements de crédit

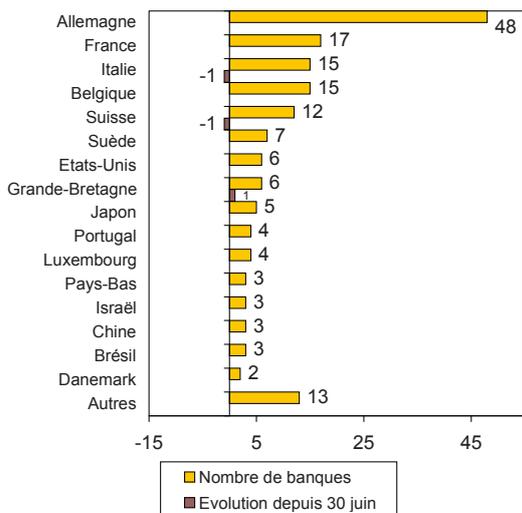
Le processus de concentration, qui a nettement marqué le paysage bancaire luxembourgeois au cours des dernières années, s'est légèrement assoupli au cours des neuf premiers mois de l'année en cours. Au 16 novembre 2004, on observe une diminution nette de trois entités, la création de trois nouvelles entités étant surpassée par la liquidation de cinq entités existantes et par la fusion de deux établissements de crédit.

Depuis le 30 juin, le nombre d'intervenants sur la place luxembourgeoise s'est réduit d'une unité, puisque nous avons assisté, d'une part, à la création de la Northern Trust Global Services Ltd., succursale de Luxembourg en date du 1^{er} août 2004 et, d'autre part, à la fusion de l'IMI Bank (Luxembourg) S.A. avec la Sanpaolo Bank S.A., en date du 1^{er} septembre 2004. Notons enfin que le 22 octobre 2004, la Banque Audi (Luxembourg) S.A. cessait ses activités. Ainsi, le nombre des établissements de crédit s'élève à 166 au 16 novembre 2004.

Le graphique suivant montre la répartition des banques par origine géographique. Les banques allemandes dominent l'activité bancaire au Luxembourg avec 48 unités. Au 16 novembre 2004, on dénombre en particulier 17 banques d'origine française, 15 d'origine italienne, 15 d'origine belge, 12 d'origine suisse et 4 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 48 banques d'origine allemande, ces 6 pays représentent 67 % du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

Graphique 28

Répartition géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



Source: BCL

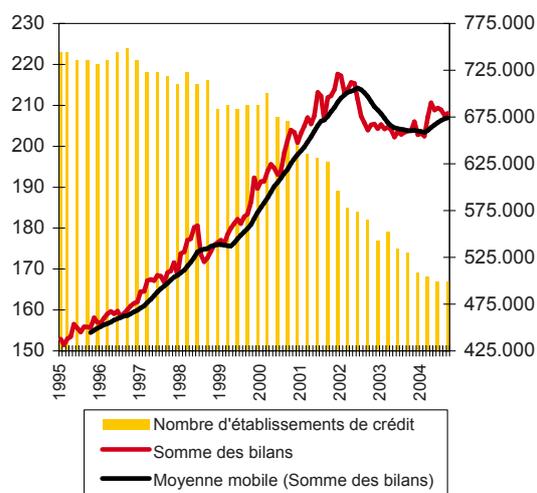
- La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

Sur base mensuelle, de juillet à septembre 2004, l'évolution était peu concluante, alors qu'en variation annuelle la reprise de la somme des bilans se confirme avec un taux de croissance annuel moyen autour de 3.2%. La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois s'établit à 679 031 millions d'euros au 30 septembre 2004, ce qui représente une baisse de 0.8% par rapport au 30 juin 2004, soit 5 610 millions d'euros. Par contre en glissement annuel, on observe une hausse de 2.9% soit 18 919 millions d'euros.

Le graphique qui suit illustre une perte du volume d'activités observée entre fin décembre 2001 (avec 721 000 millions d'euros), et fin février 2004 (avec 654 603 millions d'euros). Les deux postes sur lesquelles cette diminution se concentre sont d'une part les créances sur la clientèle, avec 145 344 millions d'euros fin décembre 2001 contre 116 204 millions fin septembre 2004 et, d'autre part, les autres créances, passées de 30 313 millions d'euros fin décembre 2001 à 16 948 millions d'euros au 30 septembre 2004. Au passif du bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois, la réduction ainsi que la reprise de la somme des bilans est passée de manière équivalente par l'ensemble des postes majeurs tels que les passifs interbancaires, les titres émis et les autres exigibles.

Graphique 29

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



Source: BCL

La relance de l'activité sur base annuelle, est confirmée par l'analyse de la somme moyenne de bilan par banque. A cet égard, la réduction du nombre des établissements de crédit de 174 à 167 unités, survenue entre septembre 2003 et septembre 2004, ne va pas de pair avec une réduction du volume moyen d'activités. La somme moyenne de bilan par banque est ainsi passé de 3 794 millions d'euros à 4 066 millions d'euros (+7,2%) au cours de la même période, témoignant ainsi d'un processus de regroupement des activités, mais également du maintien du niveau d'attractivité de la place bancaire.

L'aspect international des activités bancaires

L'analyse de l'actif du bilan des banques reflète l'aspect international des activités de la place bancaire dont moins d'un cinquième résulte d'opérations avec des clients résidents. La décomposition géographique des actifs ne peut pas être effectuée pour l'ensemble des postes du bilan dans la mesure où, d'une part les informations nécessaires ne sont pas disponibles et, d'autre part, une telle répartition n'est pas très appropriée pour certains actifs telles que les immobilisations non-financières.

Cette restriction ne porte cependant pas préjudice à l'analyse géographique des actifs dans leur ensemble; ainsi, au 30 septembre 2004, la ventilation géographique en fonction du pays de résidence des contreparties peut être effectuée pour 97% des actifs et 81% des passifs. Alors que du côté de l'actif les crédits et les portefeuilles de titres (658 139 millions d'euros) peuvent être sujet à une ventilation géographique, du côté du passif, seules les dettes (550 098 millions d'euros) peuvent faire l'objet de cette ventilation.

Le graphique qui suit montre la disparité existant entre l'origine et l'affectation des fonds, principalement pour ce qui est des contreparties de la zone euro.

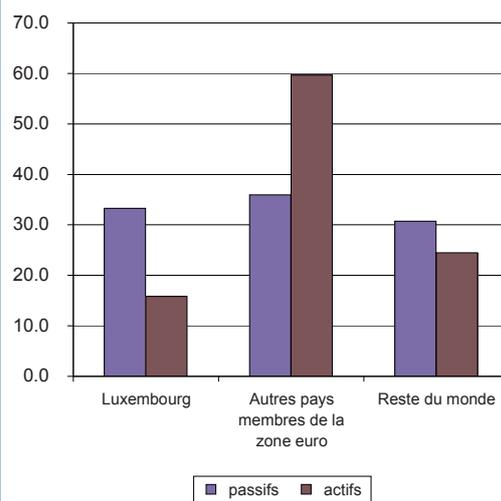
Ainsi, on constate que près de 50% des dépôts recueillis auprès de résidents luxembourgeois sont affectés à des opérations de prêt et/ou de placement hors du Luxembourg. De plus, le graphique permet de montrer que l'excédent des dépôts recueillis auprès des résidents luxembourgeois et du reste du monde est placé dans les autres pays membres de la zone euro sous forme de prêts et/ou d'investissement dans des titres.

L'excédent des dépôts recueillis par rapport aux crédits accordés aux résidents luxembourgeois confirme le caractère international de la place financière. Les sociétés financières tels que les OPC et les holdings et soparfis

luxembourgeois, dont les titres sont commercialisés à l'étranger, placent une part importante de leurs avoirs financiers auprès des établissements de crédit luxembourgeois. De même, un nombre important de sociétés non-financières effectue la gestion de leur trésorerie au Luxembourg, ce qui se traduit également par des placements importants auprès des établissements de crédit luxembourgeois. Ainsi, l'épargne collectée auprès des résidents dépasse de loin les besoins de financement de l'économie luxembourgeoise et est par conséquent investie à l'étranger principalement dans les autres pays de l'Union monétaire²⁵.

Graphique 30

Répartition géographique des actifs et passifs des banques luxembourgeoises (en pourcentage)



Source: BCL

La structure et les composantes des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

L'activité interbancaire

L'analyse de la structure des actifs et des passifs des banques luxembourgeoises permet de mettre en évidence la prédominance des activités interbancaires.

A l'actif du bilan, les opérations interbancaires s'élèvent à 364 364 millions d'euros au 30 septembre 2004, soit une hausse de 5,5% par rapport à la même date de l'année précédente. Ainsi, au 30 septembre 2004, les créances interbancaires représentent 75,8% de

25 Cf. également «Les dépôts de la clientèle non-bancaire»

l'ensemble des crédits des banques et 53,7% du total des actifs.

Après une progression de 3,8% entre mars et avril 2004, immédiatement suivie d'une contraction de 1,9% entre avril et mai, l'encours de créances interbancaires s'est maintenu à un niveau particulièrement élevé durant la fin du deuxième trimestre. Le troisième trimestre est resté quasiment stable à l'exception du mois août, qui fut marqué par une baisse de 0,9%.

Tableau 21 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (en millions d'euros; encours en fin de période) ¹⁾

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif
	2003/09	2004/08	2004/09	2003/09 - 2004/09		2004/08 - 2004/09		2004/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	345 382	364 186	364 364	18 982	5,5	178	0,0	53,7
Créances sur la clientèle	120 597	116 640	116 204	-4 393	-3,6	-436	-0,4	17,1
Portefeuille titres	174 066	175 335	177 571	3 505	2,0	2 236	1,3	26,2
Autres actifs	20 067	20 624	20 892	825	4,1	268	1,3	3,1
Total de l'actif	660 112	676 785	679 031	18 919	2,9	2 246	0,3	100,0

Source: BCL

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

Le constat effectué à l'actif peut être étendu au passif, où l'importance de l'interbancaire est forte, avec 48,0% de l'encours total, et 59,3% de l'encours de dettes. Les emprunts des établissements de crédits auprès

d'autres établissements de crédits ont diminué de 9 319 millions d'euros entre juin et septembre 2004, soit 2,8%. Néanmoins, sur un an, entre septembre 2003 et septembre 2004, on observe une hausse de 4,6%.

Tableau 22 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (en millions d'euros; encours en fin de période) ¹⁾

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif
	2003/09	2004/08	2004/09	2003/09 - 2004/09		2004/08 - 2004/09		2004/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	311 559	327 408	325 971	14 412	4,6	-1 437	-0,4	48,0
Dettes envers la clientèle	219 597	221 629	224 127	4 530	2,1	2 498	1,1	33,0
Dettes représentées par un titre	72 880	71 656	72 637	- 243	-0,3	981	1,4	10,7
Autres passifs	56 077	56 093	56 296	219	0,4	203	0,4	8,3
Total du passif	660 112	676 785	679 031	18 919	2,9	2 246	0,3	100,0

Source: BCL

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

Les crédits à la clientèle non-bancaire

Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire s'élèvent à 26 895 millions d'euros contre 25 339 millions d'euros à la même date de l'année précédente. Sur l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois, les ménages représentent 39,8% avec un encours total de 10 704 millions d'euros au 30 septembre 2004.

De plus, si l'on observe la répartition des crédits aux ménages, on note la part importante occupée par les crédits immobiliers à destination des ménages luxembourgeois. Ceux-ci représentent 79,5% de l'ensemble des crédits aux ménages résidents.

Tableau 23 Crédits aux résidents luxembourgeois (en millions d'euros; encours en fin de période)¹⁾

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ²⁾
	2003/09	2004/06	2004/09	2003/09 - 2004/09		2004/06 - 2004/09		2004/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
<i>Crédits au secteur non-bancaire</i>								
Administrations publiques	842	910	926	84	10,0	16	1,8	3,4
Autres intermédiaires financiers	8 141	8 244	8 467	326	4,0	223	2,7	31,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	98	109	263	165	168,4	154	141,3	1,0
Sociétés non financières	6 554	6 663	6 535	- 19	-0,3	- 128	-1,9	24,3
Ménages & ISBLM	9 703	10 445	10 704	1 001	10,3	259	2,5	39,8
Crédits à la consommation	1 052	1 138	1 138	86	8,2	0	0,0	10,6
Crédits immobiliers	7 583	8 247	8 506	923	12,2	259	3,1	79,5
Autres crédits	1 068	1 060	1 060	- 8	-0,8	0	0,0	9,9
Total	25 339	26 371	26 895	1 556	6,1	524	2,0	100,0

Source: BCL

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

2) Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

La forte proportion des crédits immobiliers s'explique par une demande soutenue à un moment où les prix élevés de la construction se conjuguent avec une hausse continue des prix des terrains à bâtir. Au cours de l'année 2004, les établissements de crédit ont octroyé en moyenne 142 millions d'euros de nouveaux crédits immobiliers par mois aux ménages luxembourgeois. Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, sur base de l'encours on peut supposer qu'environ 133 millions d'euros ont été accordés, en moyenne mensuelle, à des ménages résidents. Ce chiffre se compare favorablement à la moyenne mensuelle de 99 millions d'euros des neufs premiers mois de l'année passée.

Les sociétés d'assurances et fonds de pension, avec un poids relatif de 1,0 % des encours des crédits aux résidents luxembourgeois, jouent un rôle mineur. Néanmoins, la croissance du volume, qui s'élève à 168,4% sur un an et à 141,3% sur le troisième trimestre montre, que les activités de ce secteur gagnent en importance dans la clientèle résidente.

Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, celle originaire des autres pays membres de la zone euro se caractérise par la proportion importante que prennent les sociétés non financières.

En ce qui concerne les ménages, on constate la prédominance des autres crédits, qui représentent 94,6% de l'encours total des crédits. Par contre, les crédits à la consommation et les crédits immobiliers aux résidents des autres pays de la zone euro prennent une part marginale dans le total des crédits aux ménages.

Ceci s'explique par le fait que nombre de non-résidents réalisent des investissements, bien souvent de portefeuilles, nécessitant la mise en place de crédits comptabilisés par les banques sous la rubrique des autres crédits.

Tableau 24 Crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro (en millions d'euros; encours en fin de période) ¹⁾

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ²⁾
	2003/09	2004/06	2004/09	2003/09 - 2004/09		2004/06 - 2004/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
<i>Crédits au secteur non-bancaire</i>								
Administrations publiques	4 374	5 057	4 137	- 237	-5,4	- 920	-18,2	7,5
Autres intermédiaires financiers	8 366	10 645	10 032	1 666	19,9	- 613	-5,8	18,2
Sociétés d'assurances et fonds de pension	174	356	255	81	46,5	- 101	-28,4	0,5
Sociétés non financières	31 539	30 273	28 640	-2 899	-9,2	-1 633	-5,4	51,8
Ménages & ISBLM	12 871	12 863	12 178	- 693	-5,4	- 685	-5,3	22,0
Crédits à la consommation	126	142	142	16	12,7	0	0,0	1,2
Crédits immobiliers	502	506	519	17	3,4	13	2,6	4,3
Autres crédits	12 243	12 215	11 517	- 726	-5,9	- 698	-5,7	94,6
Total	57 324	59 194	55 242	-2 082	-3,6	-3 952	-6,7	100,0

Source: BCL

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

2) Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

Les crédits aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde ont diminué de 10,2% entre septembre 2003 et 2004 pour atteindre un volume de 34 067 millions d'euros au 30 septembre 2004. La baisse du volume des crédits de 3 867 millions d'euros au cours des douze derniers mois est essentiel-

lement intervenue au cours du troisième trimestre de l'année en cours. En effet, par rapport au 30 juin 2004, les crédits aux résidents du reste du monde affichent une baisse de 3 219 millions d'euro, soit 8,6%.

Tableau 25 Crédits aux résidents du reste du monde (en millions d'euros; encours en fin de période)¹⁾

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ²⁾
	2003/09	2004/06	2004/09	2003/09 - 2004/09		2004/06 - 2004/09		2004/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
<i>Crédits au secteur non-bancaire</i>								
Administrations publiques	1 658	1 734	1 698	40	2,4	- 36	-2,1	5,0
Autres intermédiaires financiers	16 811	16 856	14 076	-2 735	-16,3	-2 780	-16,5	41,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	75	71	87	12	16,1	16	23,2	0,3
Sociétés non financières	15 942	14 161	14 294	-1 648	-10,3	133	0,9	42,0
Ménages & ISBLM	3 448	4 464	3 912	464	13,5	- 552	-12,4	11,5
Total	37 934	37 286	34 067	-3 867	-10,2	-3 219	-8,6	100,0

Source: BCL

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

2) Poids relatif par rapport au total des crédits

Le portefeuille titres des établissements de crédits

Le portefeuille titres des établissements de crédits représente 26,2% de l'actif au 30 septembre 2004. La croissance de ce poste atteint 1,94% sur base trimestrielle (entre juin et septembre 2004), et 2,0% sur base annuelle (entre septembre 2003 et septembre 2004). Après avoir marqué une courte pause entre mai et juillet 2004, l'encours du portefeuille titres n'a cessé de progresser en fin de période pour atteindre 177 571 millions d'euros au 30 septembre. Avec un encours de 4 965 millions d'euros au 30 septembre, le portefeuille d'action s'est stabilisé à un niveau proche de sa moyenne annuelle. Plus de 46,9% des titres détenus (obligations, actions et participations) par les établissements de crédits luxembourgeois sont émis par d'autres établissements de crédits, 33,2% sont émis par des administrations publiques. De plus, parmi les titres détenus et émis par des établissements de crédits, seuls 6,3% le sont par des établissements résidents. Au total, la part des émissions d'entités luxembourgeoises dans le portefeuille titres des établissements de crédits se limite à 3,6%. Ce chiffre n'est pas vraiment surprenant si l'on considère le faible endettement des administrations publiques luxembourgeoises et le financement surtout bancaire (par opposition à obligataire) des sociétés non-financières luxembourgeoises.

De plus, les sociétés luxembourgeoises qui ont recours au refinancement par l'émission de titres le font souvent à travers des entités non-résidentes de leur groupe. Les fonds ainsi recueillis sont ensuite octroyés aux entreprises luxembourgeoises sous forme de prêts intra-groupes.

La décomposition par secteur émetteur du portefeuille titres confirme le niveau de risque peu élevé associé à ces investissements puisque les titres détenus sont en majorité émis soit par des établissements de crédit soit par des administrations publiques de pays membres de la zone euro. Notons également que ces investissements n'impliquent pas de couverture importante en fonds propres au vu de la qualité des émetteurs.

Graphique 31

Répartition du portefeuille titres des établissements de crédit luxembourgeois en fonction de l'origine et du secteur de l'émetteur au 30 septembre 2004 (en millions d'euros)



ISBLM: Institutions sans but lucratif au service des ménages

Source: BCL

Les dépôts de la clientèle privée non-bancaire

Au 30 septembre 2004, l'encours de dettes envers la clientèle non-bancaire s'élève à 224 127 millions d'euros, soit une hausse de 4 530 millions d'euros (2,1%) par rapport à la même date de l'année précédente.

Les dépôts des résidents

Les dépôts de la clientèle privée non-bancaire résidente atteignent 91 271 millions d'euros, soit 40,7% du total des dépôts de la clientèle privée non-bancaire.

Tableau 26 Dépôts de la clientèle résidente privée non-bancaire (en millions d'euros)¹⁾

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2004/09
	2003/09	2004/06	2004/09	2003/09 - 2004/09		2004/06 - 2004/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dépôts du secteur non-bancaire								
Administrations publiques	5 943	5 919	6 059	116	1,9	140	2,4	6,6
Secteur financier	59 757	64 258	61 752	1 995	5	-2 506	-3,9	67,7
Autres intermédiaires financiers	55 687	60 131	57 598	1 911	3,4	-2 533	-4,2	63,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 070	4 127	4 154	84	2,1	27	0,7	4,6
Secteur non financier	22 642	24 471	23 460	818	13	-1 011	-4,1	25,7
Sociétés non financières	7 553	9 486	8 741	1 188	15,7	- 745	-7,9	9,6
Ménages & ISBLM	15 089	14 985	14 719	- 370	-2,5	- 266	-1,8	16,1
Total	88 343	94 648	91 271	2 928	3,3	-3 377	-3,6	100,0

Source: BCL

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

Ces dépôts reflètent (cf. ci-dessus) l'importance de la place financière dans l'économie luxembourgeoise. En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non-bancaire effectués par des résidents luxembourgeois, on constate que la majeure partie des dépôts est effectuée par d'autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) pour un montant de 57 598 millions d'euros, soit 63,1% du total de ces dépôts. Les ménages luxembourgeois, quant à eux, détiennent des dépôts de 14 719 millions d'euros au 30 septembre 2004, soit 16,1% du total des dépôts effectués par des résidents.

A la même date, les résidents luxembourgeois répartissent leurs dépôts, dont le volume total s'élève à 91 271 millions d'euros, en 49,8% de dépôts à vue et 50,2% de dépôts à terme.

Les dépôts des résidents d'autres pays membres de la zone euro

Du côté des dépôts émanant de résidents d'autres pays membres de la zone euro, une part importante revient aux dépôts des ménages avec un volume de 29 843 millions d'euros sur un total de 83 819 millions d'euros, soit 35,6%. Les sociétés non-financières quant à elles ont déposé 30 549 millions d'euros soit 36,4% du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro. Les 28,0% restant se répartissent entre les autres intermédiaires financiers, les sociétés d'assurances et fonds de pension ainsi que les administrations publiques.

Tableau 27 Dépôts de la clientèle privée non-bancaire des autres pays membres de la zone euro (en millions d'euros)¹⁾

	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif
	2003/09	2004/06	2004/09	2003/09 - 2004/09		2004/06 - 2004/09		2004/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
<i>Dépôts du secteur non-bancaire</i>								
Administrations publiques	1 738	1 776	1 656	- 82	-4,7	- 120	-6,8	2,0
Secteur financier	18 238	20 185	21 771	3 533	39	1 586	7,9	26,0
Autres intermédiaires financiers	14 039	16 041	16 741	2 702	19,2	700	4,4	20,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 199	4 144	5 030	831	19,8	886	21,4	6,0
Secteur non financier	64 700	58 150	60 392	-4 308	- 13	2 242	3,9	72,1
Sociétés non financières	31 141	27 732	30 549	- 592	-1,9	2 817	10,2	36,4
Ménages & ISBLM	33 560	30 418	29 843	-3 717	-11,1	- 575	-1,9	35,6
Total	84 676	80 111	83 819	- 857	-1,0	3 708	4,6	100,0

Source: BCL

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

Notons que les résidents d'autres pays membres de la zone euro répartissent leurs dépôts à raison de 28,2% en dépôts à vue et 71,8% en dépôts à terme à la fin de septembre 2004.

Les dépôts des résidents du reste du monde

Au niveau des dépôts provenant de résidents des pays du reste du monde, les dépôts des ménages représentent un volume de 13 760 millions d'euros sur un

total de 49 037 millions d'euros, soit 28,1%. En termes relatifs, les autres intermédiaires financiers prennent la part la plus importante des dépôts avec 49,5% (24 253 millions d'euros).

Tableau 28 Dépôts de la clientèle privée non-bancaire des pays du reste du monde (en millions d'euros)¹⁾

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ²⁾
	2003/09	2004/06	2004/09	2003/09 - 2004/09		2004/06 - 2004/09		2004/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 276	1 202	1 430	154	12,1	228	19,0	2,9
Secteur financier	21 613	23 056	25 257	3 644	2	2 202	9,5	51,5
Autres intermédiaires financiers	20 406	22 120	24 253	3 847	18,9	2 133	9,6	49,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 207	936	1 005	- 203	-16,8	69	7,3	2,0
Secteur non financier	23 688	22 733	22 350	-1 339	- 10	- 384	-1,7	45,6
Sociétés non financières	8 736	8 462	8 590	- 147	-1,7	128	1,5	17,5
Ménages & ISBLM	14 952	14 272	13 760	-1 192	-8,0	- 512	-3,6	28,1
Total	46 577	46 991	49 037	2 460	5,3	2 046	4,4	100,0

Source: BCL

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

Finalement, nous constatons que les résidents des pays du reste du monde répartissent leurs dépôts à raison de 19,7% en dépôts à vue et 80,3% en dépôts à terme à la fin du troisième trimestre 2004.

Le refinancement par l'émission de titres

Le refinancement par l'émission de titres occupe un rôle secondaire dans le refinancement des activités bancaires au Luxembourg. En effet, l'encours des titres de dette émis, dont le poids relatif atteint 10,7% du passif s'est contracté de 243 millions d'euros, soit 0,3%, entre septembre 2003 et septembre 2004.

• L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire d'octobre 2004 au Luxembourg

Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire d'octobre 2004 font apparaître, en moyenne pendant la période juillet 2004-septembre 2004, des critères d'octroi inchangés pour les crédits aux entreprises et ceci pour la première fois depuis que l'enquête bancaire a été réalisée. Concernant les crédits aux ménages, les critères d'octroi pour les crédits à l'habitat se sont légèrement assouplis, tandis que ceux pour les crédits à la consommation se sont légèrement durcis.

Pour les trois prochains mois (octobre 2004-décembre 2004), les sept banques interrogées au Luxembourg prévoient des critères d'octroi inchangés aussi bien pour les entreprises que pour les ménages.

S'agissant de l'évolution de la demande de crédits, les résultats de l'enquête indiquent que celle-ci est restée à peu près inchangée pour les crédits aux entreprises ainsi que pour les crédits des ménages à la consommation pendant la période allant de juillet à septembre 2004. La demande des ménages pour crédits à l'habitat, par contre, a enregistré une légère baisse.

Pour les trois prochains mois, les banques interrogées anticipent une demande inchangée émanant des ménages et une hausse de la demande en provenance des entreprises.

a Crédits accordés aux entreprises

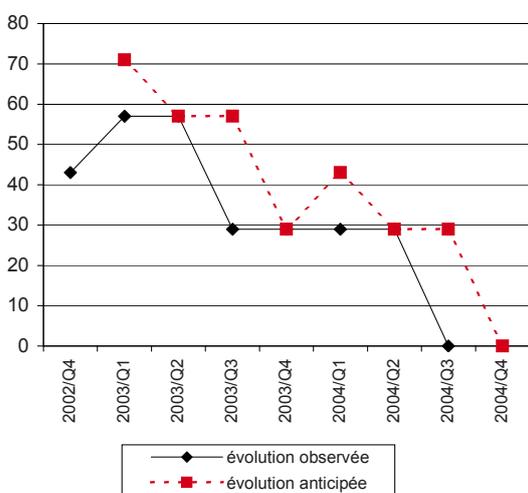
a 1. Conditions d'octroi des crédits accordés aux entreprises

Concernant l'évolution des crédits accordés aux entreprises, l'enquête indique que l'orientation globale des critères d'octroi est restée inchangée malgré le fait que certaines banques ont évoqué des risques accrus concernant l'activité économique générale ainsi que l'activité spécifique des secteurs et entreprises en question. Alors que l'orientation globale est restée inchangée, une banque a rapporté un léger durcissement envers les

petites et moyennes entreprises (PME). S'agissant de la maturité des crédits, un faible assouplissement des critères d'attribution des crédits à court terme a été rapporté (une seule banque), tandis que les critères de décision pour l'attribution des crédits à long terme sont restés inchangés.

Graphique 32

Luxembourg – Crédits aux entreprises: Evolution des critères d'octroi (pourcentage net des banques rapportant un durcissement)



Source: BCL

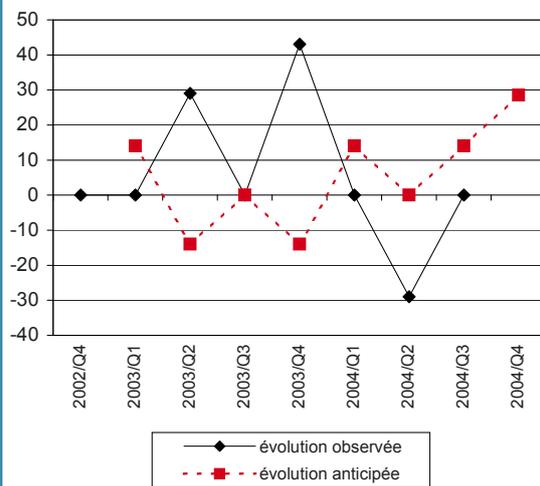
Du côté des anticipations pour le trimestre prochain, aucun changement des critères d'octroi des crédits aux entreprises n'est prévu.

a 2. Demande de crédits émanant des entreprises

La demande globale émanant des entreprises est restée inchangée durant le troisième trimestre alors que, lors de l'enquête précédente, un net de 29% des banques interrogées avait indiqué une baisse de la demande en raison d'un moindre besoin de financement pour investissements en capital fixe.

Graphique 33

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



Source: BCL

En ce qui concerne l'évolution future, un pourcentage net de 29% des banques interrogées anticipe une hausse de la demande de crédits émanant des entreprises pour le quatrième trimestre 2004.

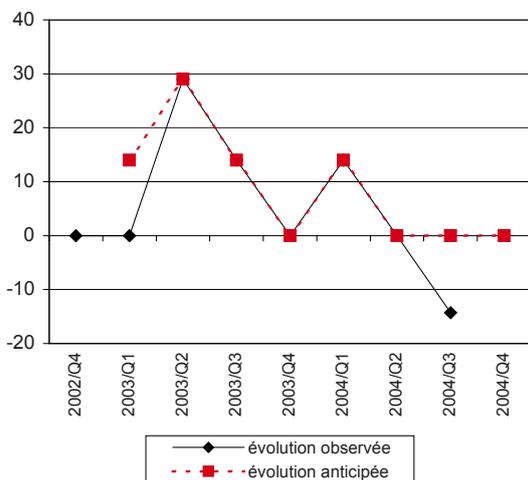
b Crédits accordés aux ménages

b 1. Conditions d'octroi des crédits accordés aux ménages

Selon les résultats de l'enquête d'octobre 2004, un pourcentage net de 14% des banques de l'échantillon rapporte que les critères d'octroi de crédits à l'habitat se sont assouplis, tandis qu'un pourcentage net identique rapporte un durcissement des critères d'attribution de crédits à la consommation.

Graphique 34

Luxembourg – Crédits à l’habitat: Evolution des critères d’octroi (pourcentage net des banques rapportant un durcissement)



Source: BCL

L’assouplissement des critères d’octroi relatifs aux crédits à l’habitat serait lié à la pression concurrentielle d’autres banques. Cet assouplissement s’est traduit par des marges plus faibles sur le montant moyen des prêts. Le durcissement des critères de décision d’attribution des crédits à la consommation, par contre, a été provoqué par la perception de risques accrus liés à la capacité de remboursement des emprunteurs.

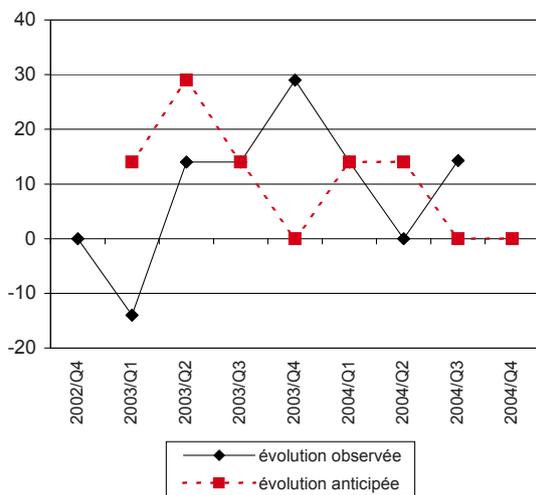
De même qu’au trimestre précédent, aucun changement des critères d’octroi des crédits accordés aux ménages n’est anticipé pour le trimestre prochain.

b 2. Demande de crédits émanant des ménages

Concernant la demande émanant des ménages, une baisse de la demande de crédits à l’habitat a été enregistrée; cette baisse serait liée aux perspectives sur le marché du logement. La demande de crédits à la consommation est cependant restée inchangée.

Graphique 35

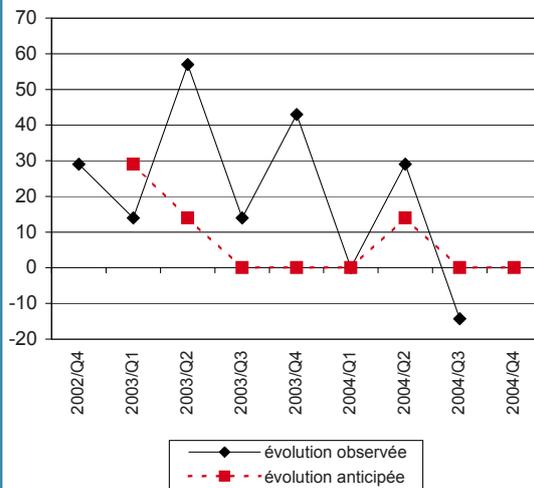
Luxembourg – Crédits à la consommation: Evolution des critères d’octroi (pourcentage net des banques rapportant un durcissement)



Source: BCL

Graphique 36

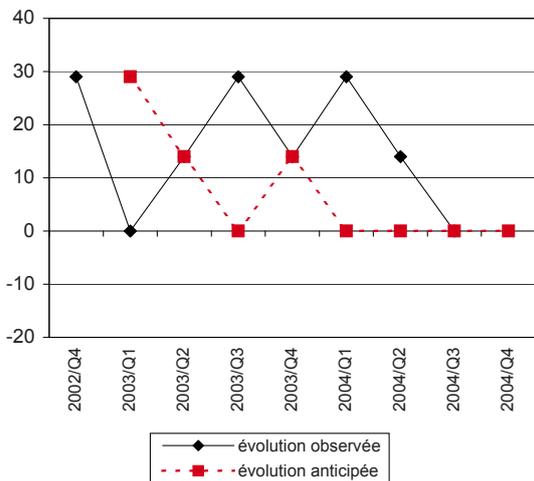
Luxembourg – Crédits à l’habitat: Evolution de la demande (pourcentage net des banques rapportant une hausse)



Source: BCL

Graphique 37

Luxembourg – Crédits à la consommation:
Evolution de la demande (pourcentage net des
banques rapportant une hausse)



Source: BCL

Aucun changement de la demande émanant des ménages n'est anticipé pour le trimestre prochain.

• **Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)**

La tendance générale

Les taux d'intérêt des banques de détail au Luxembourg ne dégagent pas de tendance franche pour le troisième trimestre 2004. Cela est en grande partie dû au manque de visibilité macroéconomique, observable à travers l'aplatissement de la courbe des taux depuis quelques mois. Dans ce contexte que nous pouvons qualifier d'«incertitude positive», les conditions appliquées par les banques pour l'attribution de crédits aux sociétés non-financières sont restées inchangées entre les second et troisième trimestres 2004, tandis qu'elles se durcissaient légèrement pour les crédits à la consommation et s'assouplissaient pour les crédits immobiliers.

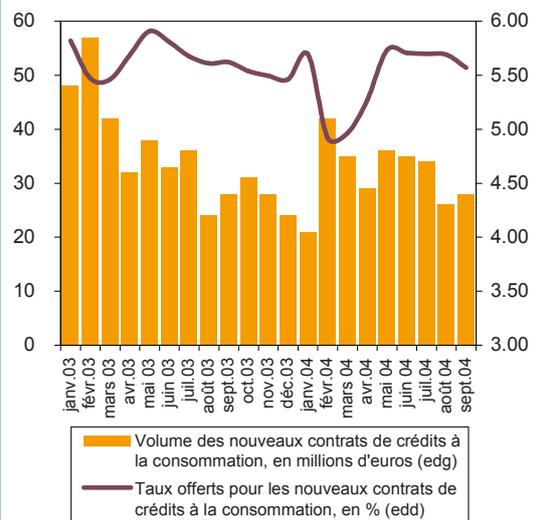
Les crédits à la consommation

Le taux d'intérêt moyen des crédits à la consommation dont la durée de fixation du taux est comprise entre un et cinq ans, affiche une forte diminution de 14 points de base entre juin et septembre 2004. Il s'agit du quatrième mois consécutif de détente des taux d'intérêt

sur ce segment, après une forte progression de 77 points de base entre mars et mai 2004. (Soulignons toutefois que les taux d'intérêt des crédits à la consommation atteignent des niveaux généralement bas en février et mars, en raison des différents salons (automobile, meuble) qui se tiennent au Luxembourg, puis reviennent à des niveaux conformes aux conditions de marché). A l'origine de cette baisse se trouve une détente des taux longs de la zone euro, perceptible depuis juin 2004 et qui se traduit par des anticipations des banques favorables aux consommateurs.

Graphique 38

Evolution des taux et des volumes des crédits à la consommation avec une période de fixation du taux d'intérêt (pfti) comprise entre un et cinq ans.



Source: BCL

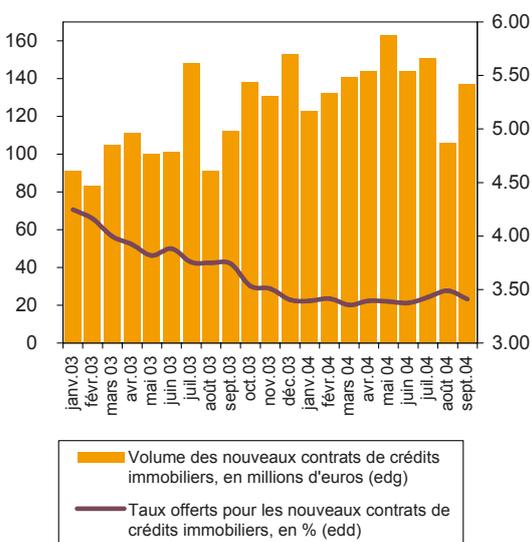
Les crédits immobiliers et les autres crédits

Dans un contexte de conditions d'octroi inchangées et dans la lignée d'une légère remontée des taux courts, le coût des crédits immobiliers s'est légèrement accru de 3 points de base entre juin (3,38%) et septembre 2004 (3,41%). Les prix des biens immobiliers ayant progressé de manière continue ces dernières années, la demande de crédits immobiliers demeure élevée. Pour leur part, les autres crédits ont vu leur taux moyen, variable ou fixé pour une durée n'excédant pas un an, diminuer de 14 points de base, passant de 3,62 à 3,48 sur cette même période. Cette évolution relève moins d'une conséquence macroéconomique que d'une conséquence purement

technique, puisqu'une banque s'est imposée comme le principal pourvoyeur de ce type de contrats sur la place et que le taux qu'elle offre influencent le taux moyen pondéré. L'utilisation faite par les consommateurs de ce type de crédits (investissements boursiers en particulier) explique la relative déconnexion de ce taux avec le marché monétaire.

Graphique 39

Evolution des taux et des volumes des crédits immobiliers avec une pfti inférieure à un an.



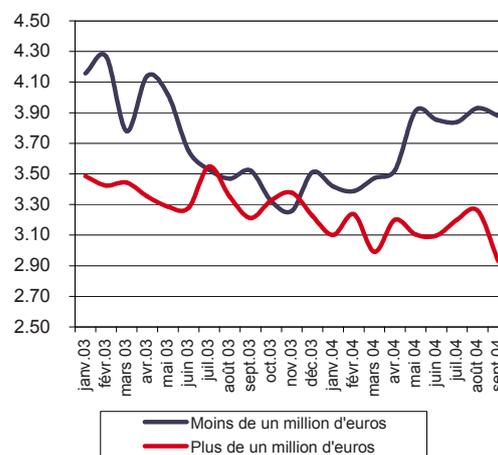
Source: BCL

Les crédits aux sociétés non-financières

L'évolution des conditions de taux portant sur les crédits aux sociétés non-financières d'un montant inférieur à un million d'euros, est comparable à celle des crédits immobiliers. Le taux variable moyen a ainsi atteint 3,88% en septembre contre 3,85% en juin 2004 (+3 points de base). La forte volatilité des taux sur la catégorie des crédits de moins de un million d'euros s'explique par une maturité moyenne plus faible, ainsi que par l'existence de primes de risque variables d'une entreprise à l'autre sur ce type de contrat. La diminution de 17 points de base observable sur les crédits d'un montant supérieur à un million d'euros entre juin (3,10%) et septembre 2004 (2,93%) s'explique par la mise en place d'un contrat de taille significative à un taux très inférieur aux conditions du marché. L'exclusion de ce contrat porterait le taux moyen à 3,32%.

Graphique 40

Evolution des taux des crédits aux sociétés non-financières (SNF) avec une pfti inférieure à un an.



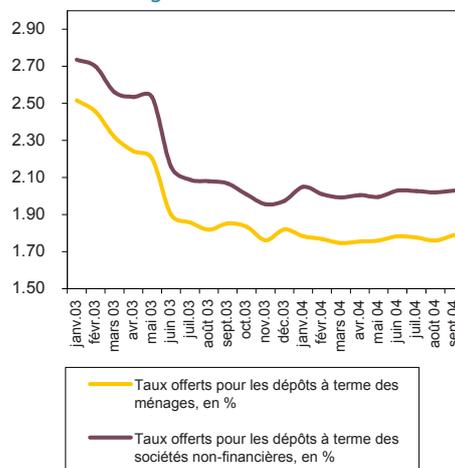
Source: BCL

Les dépôts à terme des ménages et des sociétés non-financières

La rémunération des dépôts à terme d'échéances inférieures à un an des ménages a très légèrement augmenté entre juin (1,78%) et septembre 2004 (1,79%), après un léger décrochement entre juillet et août (-2 points de base). Il est intéressant de noter que cette rémunération est quasiment stable depuis janvier 2004. En ce qui concerne la rémunération des dépôts des sociétés non-financières, le constat est pratiquement identique puisque le niveau du taux moyen est resté inchangé sur la période. Ces évolutions sont tout à fait conforme à la situation observable sur le marché monétaire.

Graphique 41

Evolution de la rémunération des dépôts à moins d'un an des ménages et des sociétés non-financières



Source: BCL

En conclusion, les conditions de financements des ménages et des sociétés non-financières restent très favorables compte tenu du contexte macroéconomique luxembourgeois tant en matière de croissance que d'évolution des prix.

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

Alors que le premier trimestre 2004 a pu profiter d'une évolution propice des marchés boursiers internationaux, l'évolution de ces marchés aux second et troisième trimestres 2004 a dégagé un mouvement latéral. Celui-ci résulte d'un côté de données macroéconomiques plus mitigées et, d'un autre côté, de fluctuations dues aux incertitudes géopolitiques ainsi que de l'envolée des prix sur les marchés des matières premières.

Tableau 29 Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois¹⁾²⁾
(en millions d'euros)

	2003 / 09	2004 / 09	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1 Intérêts et dividendes perçus	26 276,0	21 749,0	-17,2	-4 527,0
2 Intérêts bonifiés	23 312,0	19 001,0	-18,5	-4 311,0
3 Marge sur intérêt (1-2)	2 964,0	2 748,0	-7,3	-216,0
Revenus nets:				
4 sur réalisation de titres	284,0	340,0	19,7	56,0
5 sur commissions	1 881,0	2 084,0	10,8	203,0
6 sur opérations de change	219,0	210,0	-4,1	-9,0
7 sur divers	261,0	41,0	-84,3	-220,0
8 Revenus nets (4+5+6+7)	2 645,0	2 675,0	1,1	30,0
9 Résultat brut (3+8)	5 609,0	5 423,0	-3,3	-186,0
10 Frais de personnel	1 312,0	1 333,0	1,6	21,0
11 Frais d'exploitation	1 008,0	1 006,0	-0,2	-2,0
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 320,0	2 339,0	0,8	19,0
13 Impôts divers, taxes et redevances	38,0	27,0	-28,9	-11,0
14 Amortissements sur immobilisé non financier	213,0	212,0	-0,5	-1,0
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	3 038,0	2 845,0	-6,4	-193,0

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, incluant la totalité des revenus bancaires, diminue de 3,3% ou 186 millions d'euros pour s'établir à 5 423 millions d'euros au 30 septembre 2004.

S'agissant de la marge sur intérêts, la diminution de 7,3% par rapport à septembre 2003 reste en ligne avec les chiffres constatés pour juin 2004 par rapport à juin 2003 (-8,1%). Le recul de la marge d'intérêts s'explique pour un tiers par la diminution des revenus de

participations (dividendes) suite au désengagement à l'étranger de certaines banques luxembourgeoises. L'essentiel de la diminution des revenus d'intérêts reste toutefois attribuable au niveau historiquement bas des taux d'intérêt qui sont à la base de la faiblesse continue de la rémunération sur les marchés monétaires et des marchés obligataires. Ainsi, la marge sur intérêt qui est en régression de 7,3% atteint 2 748 millions d'euros au

30 septembre 2004 contre 2 964 millions d'euros à la même date de l'année précédente. Fin septembre 2004, les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 21 749 millions d'euros (en baisse de 17,2% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient un montant de 19 001 millions d'euros (en diminution de 18,5% par rapport au 30 septembre 2003). Considérant ces différents développements, la marge sur intérêts, tout en diminuant en valeur absolue, augmente son importance relative dans le résultat brut de 49,9% au 30 juin 2004 à 50,7% au 30 septembre 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 déjà constaté aux premier et deuxième trimestres 2004. Ces facteurs expliquent la hausse des commissions qui se chiffre à 203 millions d'euros (+10,8%) sur 12 mois, soit 1 881 millions d'euros au 30 septembre 2003 contre 2 084 millions d'euros un an plus tard. Le développement favorable des commissions perçues est confirmé par une hausse continue de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques. La valeur nette d'inventaire des OPC a franchi le cap des 1 000 milliards d'euros au premier trimestre 2004 pour s'établir à 1 058 milliards d'euros fin septembre 2004.

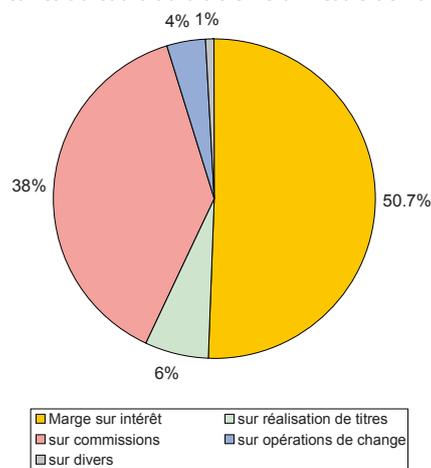
Les revenus nets sur divers subissent une diminution de -84,3% ou 220 millions d'euros entre septembre 2003 et septembre 2004. Cette baisse est principalement due à l'absence en 2004 de ventes, par les banques de la place, de participations, qui ont caractérisé l'année 2003.

Au niveau des frais, la tendance au contrôle des coûts, déjà observée précédemment, se confirme. La majorité de la hausse des frais est imputable aux frais de personnel: alors que l'effectif progresse en base trimestrielle (+0,29%), il est toujours faiblement inférieur (-58 unités) aux niveaux constatés pour septembre 2003. Ainsi, les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) montrent une hausse modique de 0,8% (+19 millions d'euros) sur les douze derniers mois,

s'établissant à 2 339 millions d'euros au 30 septembre 2004 contre 2 320 millions d'euros un an plus tôt. Cette hausse observée s'explique en partie du moins par une indexation des salaires (+2,5%) survenue au troisième trimestre 2003. La tranche de l'échelle mobile des salaires étant venue à échéance au premier septembre 2004 et entraînant une majoration de 2,5% des salaires au premier octobre 2004 ne montrera son effet sur le compte des profits et pertes qu'au dernier trimestre 2004.

Graphique 42

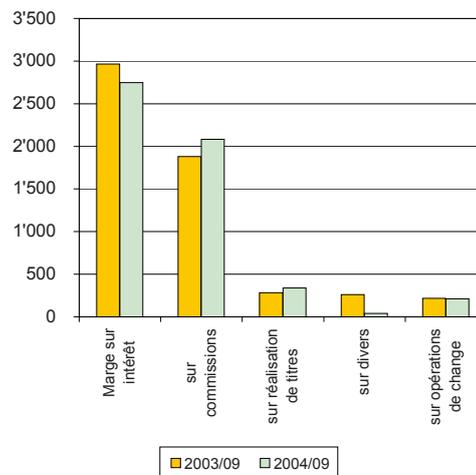
Poids des principales composantes dans les revenus bancaires au cours du troisième trimestre de 2004



Source: BCL

Graphique 43

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



Source: BCL

Dans ces conditions, les banques de la place ont pu dégager un résultat brut avant provisions et impôts de 2 845 millions d'euros au 30 septembre 2004, ce qui représente une baisse de 6,4% par rapport au 30 septembre 2003, date à laquelle le résultat avant provisions s'élevait à 3 038 millions d'euros.

1.2.8.3 Les organismes de placement collectif

- L'évolution en nombre

L'accroissement du nombre des OPC luxembourgeois, observé au cours du premier semestre de l'année en cours, s'est nettement renforcé au cours des mois de juin à septembre. Pendant le premier semestre 2004 on a observé une augmentation nette de 39 unités. Le troisième trimestre 2004 se caractérise par un accroissement de 35 unités, pour s'élever ainsi à 1 944 unités au 30 septembre 2004. Par rapport au 30 septembre de l'année 2003, où le nombre d'unités actives sur la place avait atteint de 1 921, on notera une hausse de 23 unités.

Tableau 30 Evolution du nombre et de la valeur nette d'inventaire des OPC

En fin de période	2003		2004								
	sept.	déc.	jan.	fév.	mars	avril	mai	juin	juillet	août	sept.
Nombre d'OPC	1 921	1 870	1 869	1 892	1 898	1 904	1 910	1 909	1 924	1 936	1 944
Valeur nette d'inventaire en EUR millions	916 417	953 302	987 655	1 006 102	1 032 772	1 037 306	1 026 667	1 046 820	1 039 158	1 053 042	1 058 925

Source: Commission de Surveillance du Secteur Financier

- L'évolution de la valeur nette d'inventaire

Le premier trimestre de l'année 2004 a commencé avec un départ prometteur. L'évolution de la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissements a ensuite connu une période contrastée jusqu'à la fin septembre. Entre juin et septembre 2004, période au cours de laquelle les grands indices boursiers mondiaux montrent une tendance négative, le patrimoine global des OPC luxembourgeois a évolué, à l'exception de juillet, de façon positive. Ce patrimoine affiche un renforcement entre la fin juin et la fin août 2004 de 12 105 millions euros (+1,2%) pour s'élever à un niveau de 1 058 925 millions d'euros à la fin de septembre.

L'évolution favorable du volume des actifs nets sous gestion ne peut pas être prise pour acquis pour le reste de l'année. Les inquiétudes des marchés quant à la reprise

économique, apparus avec la flambée des prix pétroliers, ont provoqué un frein aux investissements de la clientèle. Cette diminution est déjà perceptible au niveau de l'investissement net moyen en capital qui se chiffrait encore à 13,2 milliards d'euros au premier trimestre 2004, se contractant à 8,5 milliards d'euros au cours du deuxième trimestre et qui n'est plus que de 5,0 milliards au cours des mois de juin à septembre 2004. Néanmoins, le mois d'août montre l'optimisme des investisseurs qui ont souscrit en net des parts d'OPC pour 10,3 milliards d'euros, soit le montant le plus élevé depuis avril 2004. C'est tendance contra cyclique des investisseurs doit être mise en relation avec les indices des marchés boursiers qui ont atteint leur point le plus bas de l'année 2004 au milieu du mois d'août.

- Les OPC monétaires

Le nombre des OPC ou compartiments monétaires a diminué de façon quasi constante de 428 en septembre 2003 pour arriver à 412 en juin et pour se stabiliser à ce niveau jusqu'à la fin septembre 2004. Cette évolution s'accompagne d'un fléchissement de 4 273 millions d'euros de la somme des bilans (-2,6%) qui passe de 167 428 millions d'euros à 163 155 millions d'euros sur cette période. Sur base trimestrielle de juin à septembre 2004 la somme des bilans a diminué de 6 146 millions d'euros ou 3,6%.

Les créances et le portefeuille titres autres que les actions jouent un rôle prédominant dans la somme des bilans au 30 septembre 2004 et représentent 158 585 millions d'euros ou 97,2% de l'actif. La baisse préalablement mentionnée au troisième trimestre 2004 de la somme des bilans des OPC monétaires luxembourgeois résulte en un fléchissement des créances et du portefeuille titre de 5 833 millions d'euros, ainsi qu'en une contraction du poste des autres créances de 324 millions d'euros. Au 30 septembre 2004, les encours de créances se chiffrent à 13 997 millions d'euros, le portefeuille de titres autres que les actions à 144 588 millions d'euros et les autres créances à 4 519 millions d'euros. Les parts d'OPC monétaires et le portefeuille d'actions ne représentent qu'une part réduite (51 millions d'euros) de l'actif des OPC monétaires luxembourgeoises.

Même si d'un point de vue historique, le volume d'activité des OPC monétaires luxembourgeois se situe à un haut niveau, la baisse observée au troisième trimestre 2004 dénote une reprise modérée de la confiance des investisseurs à s'orienter vers des investissements plus attractifs que ceux des OPC monétaires, dont les rendements sont historiquement bas.

1.2.9 Le commerce extérieur

Sur les huit premiers mois de l'année 2004, le déficit du commerce extérieur a atteint 2,5 milliards d'euros en données brutes, soit une hausse de 15,6% par rapport à la même période de 2003. Cette détérioration du solde commercial s'explique par la croissance relativement forte (+9%) des importations de biens qui ont totalisé 8,7 milliards d'euros alors que la hausse des exportations s'est avérée moindre (+6,6% à 6,2 milliards d'euros).

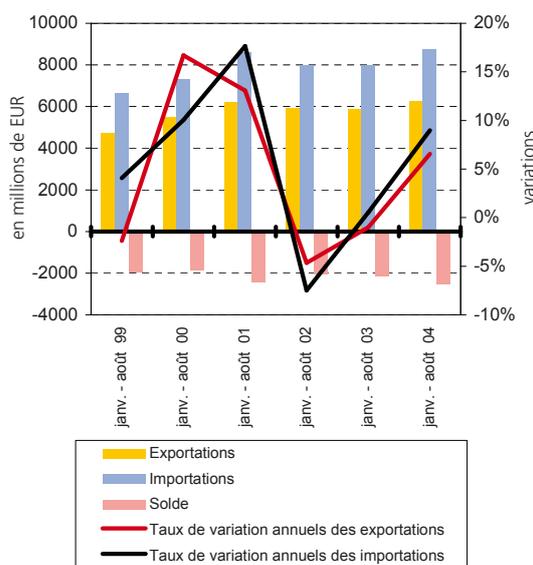
La forte croissance des importations de biens s'explique essentiellement par les acquisitions d'aéronefs ainsi que par les approvisionnements en matières premières et en

produits pétroliers. Par ailleurs, sur les huit premiers mois de l'année 2004, les importations en provenance de tous les partenaires commerciaux ont augmenté, les hausses les plus significatives ayant concerné les Etats-Unis (pays fournisseur d'aéronefs mentionnés ci-dessus), le Japon (+36%) et les pays émergents d'Asie (+53%). Une hausse plus modérée (+5,4%) a affecté les importations en provenance de l'Union européenne (UE25) qui toutefois représentent 89,5% des parts de marché.

La croissance de 6,6% enregistrée par les exportations du Luxembourg s'explique par la bonne tenue des ventes du secteur sidérurgique qui bénéficie de la hausse des cours de l'acier sur les marchés internationaux. En termes de répartition géographique, les livraisons dans la zone euro (79% des parts de marché) se sont bien tenues (+11%) alors que les exportations hors zone euro ont fortement reculé.

Graphique 44

Commerce extérieur du Luxembourg



Source: STATEC

1.2.10 La balance des paiements

1.2.10.1 Le compte courant

Sur l'ensemble du premier semestre 2004, la balance courante du Luxembourg s'est soldé par un excédent de 779 millions d'euros, soit un recul de 21% comparé au premier semestre de l'année 2003²⁶. Cette détérioration s'explique par les développements intervenus au deuxième trimestre 2004 où la balance courante a dégagé un déficit exceptionnel de 90 millions d'euros contre un surplus de 536 millions d'euros au même trimestre de l'année précédente. Au premier trimestre 2004, le solde courant s'élevait à 870 millions d'euros contre 452 millions d'euros au même trimestre de 2003.

A l'exception du solde des services, tous les soldes partiels de la balance courante ont contribué à la détérioration du surplus courant sur l'ensemble du premier semestre et plus particulièrement au deuxième trimestre 2004. Le **déficit des marchandises** s'est ainsi accru de 10,6% pour atteindre 1,2 milliards d'euros sur les deux premiers trimestres 2004 (dont 769 millions d'euros pour le deuxième trimestre). Cette progression du déficit des marchandises provient des importations qui ont affiché une hausse de 3%, suite à l'acquisition d'aéronefs par des compagnies aériennes résidentes, dans un contexte où les exportations n'ont augmenté qu'à un rythme moindre (1,4%).

La contribution la plus importante à la détérioration du solde courant sur l'ensemble du premier semestre 2004 (particulièrement au deuxième trimestre) est venue de la balance des **revenus** dont le déficit est en hausse de 24% par rapport au premier semestre 2003. L'augmentation du déficit des revenus est essentiellement due au fléchissement des revenus nets d'investissements. Ces derniers se sont en effet soldés par un déficit exceptionnel de 322 millions d'euros au deuxième trimestre 2004. Ce déficit est dû au paiement de dividendes par des sociétés financières. Ces dividendes sont liés à des opérations d'emprunt et de vente simultanées au comptant de titres de participation, opérations couvertes par des produits dérivés enregistrés dans le compte financier. Les titres empruntés à des non-résidents donnent lieu contractuellement au paiement de dividendes échus même si ceux-ci ne sont pas directement perçus par les entités résidentes. Ce sont les plus-values réalisées lors des opérations de vente de titres et les primes encaissées sur produits dérivés, transactions

enregistrées dans le compte financier, qui constituent indirectement la contrepartie des dividendes payés.

Par ailleurs, la rémunération versée aux salariés frontaliers s'est chiffrée à 1,7 milliards d'euros pour le premier semestre de l'année 2004, soit une augmentation de 7,2% par rapport au premier semestre 2003.

La troisième contribution à la détérioration de l'excédent courant est attribuée aux **transferts courants** qui se sont soldés par un important déficit (près de 270 millions d'euros pour chacun de deux trimestres 2004) tant pour les transferts publics que privés.

Le surplus de la **balance des services** a quant à lui enregistré une hausse de 15% à 4,4 milliards d'euros sur les deux premiers trimestres de l'année en cours. Les principales contributions à cette amélioration ont été apportées par les recettes nettes des services financiers (+23%), suivis par les services informatiques et le transport. La nette reprise des services financiers entamée depuis le début du deuxième semestre 2003 s'est donc poursuivie au premier semestre 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.

1.2.10.2 Le compte financier

Au premier semestre de 2004, les transactions financières du Luxembourg avec le reste du monde se sont soldées par des sorties nettes de 701 millions d'euros contre 1,3 milliards d'euros pour la même période de 2003. Ce niveau relativement faible du solde net des opérations financières contraste avec d'importants flux survenus au niveau des différentes rubriques du compte financier. Ainsi, les investissements directs et les autres investissements ont enregistré ensemble d'importantes sorties nettes (32,6 milliards d'euros) compensées largement par des entrées nettes de 31,9 milliards sur la rubrique investissements de portefeuille (y compris les produits dérivés).

Sur l'ensemble du premier semestre 2004, les investissements directs se sont soldés par des sorties nettes de 2,7 milliards d'euros contre 3,7 milliards au même semestre de 2003. Ces sorties nettes s'expliquent par des prêts intra-groupes octroyés aux sociétés affiliées non-résidentes. Les sorties nettes de 29,9 milliards d'euros enregistrées au premier semestre 2004 par les «autres investissements» sont attribuées à la fois aux intermédiaires financiers monétaires dont les avoirs

²⁶ En l'absence de nouvelles données statistiques, le Bulletin BCL 2004/4 reprend exactement les commentaires parus dans le précédent Bulletin trimestriel.

Tableau 31 *Balance des paiements du Luxembourg*

En millions de EUR	Janvier – Juin 2003			Janvier – Juin 2004 ⁽¹⁾		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	41 066	40 079	988	46 170	45 391	779
Marchandises	5 302	6 354	-1 051	5 374	6 537	-1 163
Services	10 183	6 353	3 830	12 859	8 459	4 400
Revenus	23 857	25 401	-1 544	26 268	28 183	-1 915
Transferts courants	1 724	1 971	-247	1 668	2 212	-544
COMPTE DE CAPITAL	27	118	-91	17	59	-42
	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Solde</i>	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Solde</i>
COMPTE FINANCIER⁽²⁾			-1 263			-701
INVESTISSEMENTS DIRECTS⁽³⁾	-44 331	40 611	-3 720	-15 090	12 338	-2 751
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-40 342	39 538	-803	-11 221	11 467	246
Autres opérations, Prêts intragroupes	-3 989	1 072	-2 917	-3 868	871	-2 997
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-35 438	30 233	-5 205	-9 290	43 418	34 128
Titres de participation	-3 719	26 500	22 782	-14 649	45 099	30 450
Titres de créance	-31 720	3 733	-27 987	5 360	-1 681	3 678
PRODUITS FINANCIERS DERIVES			5 468			-2 216
AUTRES INVESTISSEMENTS	-15 892	18 144	2 252	-53 641	23 768	-29 873
AVOIRS DE RESERVE⁽⁴⁾			-58			10
Erreurs et omissions			367			-36

Source: BCL/STATEC

(1) Chiffres provisoires

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

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

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

nets envers les non-résidents ont augmenté de quelque 4 milliards d'euros et surtout aux «autres secteurs» qui ont fortement accru leurs dépôts et prêts à l'étranger.

En ce qui concerne les investissements de portefeuille, au premier semestre 2004, les transactions sur titres de participation ont dégagé un solde net de 30,5 milliards en faveur des titres émis au Luxembourg. Pour les titres de créance, des entrées nettes de 3,7 milliards d'euros ont été enregistrées.

1.2.11 Les projections macroéconomiques

Les projections macroéconomiques de printemps 2004 ont été élaborées dans un contexte où l'économie luxembourgeoise avait déjà passé le cap du rebond conjoncturel et où le dynamisme de l'activité économique gagnait davantage en vigueur. Une accélération de la croissance du PIB réel en 2004 par rapport à 2003 se

profilait ainsi et, sur base des comptes nationaux préliminaires, justifiait une fourchette de croissance s'étalant de 2,7% à 3,3% en 2004.

Depuis lors, les statistiques récentes ont non seulement confirmé mais également renforcé le constat d'un renforcement conjoncturel. D'une part, les comptes nationaux révisés pour les années récentes fournissent une image plus positive de l'économie luxembourgeoise qu'estimée initialement. La dégradation de la marge de profit en 2001 et 2002 ressort atténuée et la progression du PIB réel en 2003 a été revue à la hausse, passant de 2,1% à 2,9%. D'autre part, les indicateurs à court terme disponibles pour l'année 2004 se caractérisent tous par une évolution positive et qui dépasse les attentes telles qu'exprimées au printemps. Ceci est en particulier le cas pour les chefs d'entreprises dans l'industrie qui se sont montrés très optimistes au

courant des huit premiers mois de l'année. Les résultats hors éléments exceptionnels du secteur bancaire se sont également améliorés, une performance qui se reflète d'ailleurs dans le surplus grandissant du solde des services de la balance des paiements. Le redressement de la tendance au niveau du marché de l'emploi constitue dès lors une confirmation supplémentaire de cette accélération de l'activité économique.

En général, l'optimisme prévaut dans les projections macroéconomiques des institutions internationales. Des progressions relativement importantes en 2004 et 2005 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.

En 2005 et 2006, l'accélération conjoncturelle dans la zone euro a cependant été revue à la baisse et les projections pour 2005 ont même été légèrement abaissées. Ces révisions ont été largement opérées sur fond d'une dynamique affaiblie de l'activité économique au troisième trimestre de l'année 2004. Cependant, selon l'ampleur des révisions, ce ralentissement n'est à l'heure actuelle jugé que temporaire et la croissance du PIB réel devrait s'accélérer à nouveau en 2006. La demande internationale adressée au Luxembourg, un facteur-clé pour une économie tournée vers l'extérieur, devrait demeurer sur un sentier d'expansion et resterait à un niveau élevé en 2005. Les importations de nos partenaires commerciaux ont en général aussi été révisées à la hausse par rapport à l'exercice de printemps, ceci étant surtout le cas pour l'année 2004.

Tableau 32 Projections des institutions internationales (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

	2004	2005	2006
Commerce mondial (CE)	9,9 (+1,6pp)	8,1 (+0,3pp)	7,7
PIB mondial (CE)	4,5 (+0,5pp)	4,3 (-0,1pp)	4,2
PIB zone euro (CE)	2,1 (+0,4pp)	2,0 (-0,3pp)	2,2
PIB zone euro (BCE)	1,6 -2,0	1,4 -2,4	1,7 -2,7
Demande internationale adressée au Luxembourg	7,0 (+1,4pp)	6,5 (+0,6pp)	6,5

Source: Banque centrale européenne, Commission européenne

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

S'agissant du profil de la croissance économique au Luxembourg, la disponibilité limitée des données en rend l'interprétation délicate. Selon les indicateurs à court terme, l'activité économique s'est caractérisée par un dynamisme extraordinaire au premier semestre 2004; sur cette base, il ne semble guère concevable que cette performance, en termes de variation trimestrielle, se soit étalée sur le reste de l'année. Ces réserves sont notamment permises en l'absence d'une impulsion additionnelle provenant de la zone euro. Aussi, dans l'industrie, les indicateurs avaient déjà atteint des

niveaux très élevés, desquels l'indicateur de confiance s'est légèrement replié récemment. Les revenus nets sur commissions ont fortement augmenté avec l'essor des marchés des actions depuis le troisième trimestre 2003. En 2004, les marchés se sont par contre caractérisés par un mouvement latéral et, en raison de l'évolution à la hausse de la base, les taux de variation annuels devraient bientôt s'estomper. En somme, les conditions sont réunies pour pouvoir compter sur une poursuite de la croissance économique à un niveau élevé en 2005 et au-delà, bien que la dynamique de la croissance sera dans le court terme probablement quelque peu tempérée par rapport au début de l'année 2004.

Pour ce qui est des composantes domestiques de l'optique dépenses du PIB, la consommation privée jouit toujours de fondamentaux favorables. Ainsi, le revenu disponible des ménages, tels qu'approchés par le revenu salarial réel net d'impôts, devrait toujours s'inscrire en nette progression sur l'horizon de projection. Les dépenses publiques, tant en matière de consommation

que d'investissement, demeureraient également expansives selon nos estimations, basées en particulier sur le projet de budget 2005. En ce qui concerne la formation brute de capital fixe, l'élément clé demeure l'investissement privé non-résidentiel, source d'augmentation des capacités de production de l'économie. Par le passé, il a subi les conséquences du comportement attentiste des chefs d'entreprises, aussi bien en raison des incertitudes politiques que des craintes liées à la reprise et à la vigueur de la demande future. La dégradation passée de la marge de profit a sans doute également laissé des traces. Pourtant, selon les enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie, les entreprises paraissent à nouveau optimistes pour l'année 2004. Après deux années consécutives de baisses des dépenses et de révisions à la baisse des projets, les entreprises ont revu à la hausse en mars/avril 2004 leurs dépenses d'investissements pour l'année 2004 par rapport à leurs projets initiaux d'octobre/novembre 2003 (voir graphique). Ceci étant, la dynamique conjoncturelle au Luxembourg reste cependant largement tributaire des développements du commerce international: les exportations devraient ainsi profiter d'une demande internationale bien orientée sur l'horizon de projection et demeureraient ainsi la composante la plus dynamique du PIB.

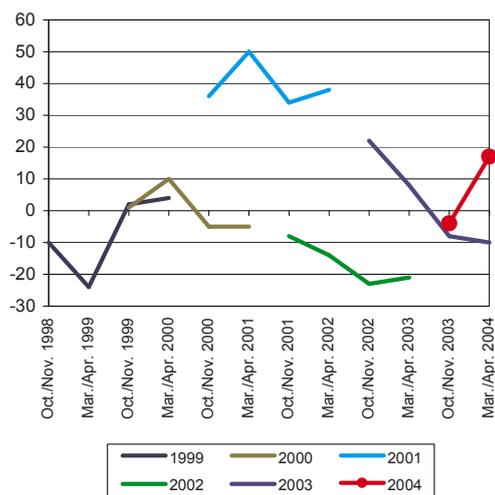
S'appuyant sur l'analyse de la situation actuelle et dans le contexte d'un scénario international tel qu'évoqué ci-dessus, il est justifié de revoir à la hausse les projections de la croissance économique pour l'année 2004 qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 3,7% à 4,3%. Selon les données actuelles, le commerce international et la demande internationale adressée au Luxembourg ne devraient fléchir que marginalement, présageant une consolidation de la croissance économique autour des 4% en 2005.

Au niveau de l'évolution des coûts salariaux, l'avenir se présente en demi-teinte. En cette matière, il convient en particulier de citer les éléments suivants. Les négociations salariales semblent basées sur un comportement relativement prudent des partenaires sociaux, ce dont témoigne en particulier le récent accord salarial dans le secteur bancaire. Elles se font encore à l'ombre du ralentissement économique récent et de la forte détérioration de la marge de profit des entreprises durant les années 2001 et 2002. Le salaire minimum sera augmenté de 2,1% à partir du 1^{er} janvier 2005. Nos projections sont par ailleurs basées sur l'hypothèse que les salaires dans le secteur public ne seront pas augmentés en 2005 et 2006. De plus, la récente hausse des contributions sociales génère une incidence d'environ 0,14 pp sur le coût salarial moyen en 2005 et l'hypothèse de politique fiscale inchangée implique l'absence d'impact supplémentaire en 2006. Dans le contexte de l'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix, d'un choc pétrolier, d'une montée du chômage et d'une volonté de maîtrise des coûts salariaux dans les pays voisins, l'ajustement passe nécessairement par une hausse plus modérée des salaires réels. Ces éléments mènent dès lors à une amélioration de la marge de profit sur l'horizon de projection, qui ne devrait cependant être guère suffisante pour rattraper la baisse de 2001 et 2002.

Pour ce qui est de l'inflation, l'accélération des prix en 2004 et 2005, plus importante qu'on ne l'avait encore estimée en printemps 2004, résulte essentiellement de la hausse du prix du pétrole et d'un impact de la fiscalité indirecte. La révision de la projection pour l'IPCH excluant l'énergie en 2005 s'explique notamment aussi par une mesure fiscale, en l'occurrence la hausse du taux de TVA sur le tabac. Globalement, l'IPCH devrait fluctuer à un taux légèrement supérieur à 2% en 2004 et 2005 pour baisser davantage en 2006, un scénario

Graphique 45

Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie (dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)²⁷



Source: Commission Européenne

27 Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, on déduit les taux de variation annuels des dépenses d'investissement à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A et telles que recensées en A+1.

à moyen terme qui repose entre autres sur l'absence de nouvelles mesures fiscales, une inflation importée modérée et un prix du pétrole en euros qui s'afficherait en baisse. La révision à la hausse des projections d'inflation fait nettement rapprocher la date de la prochaine tranche indiciaire, qui est désormais prévue pour le début de l'année 2006.

Quant au marché de l'emploi, la forte hausse de l'emploi, entièrement bienvenue, observée au deuxième trimestre de l'année, rend improbable qu'une accélération supplémentaire s'installe en 2005. Les effets temporaires, imputables entre autres à la progression de l'emploi dans le secteur public sur fond des travaux liés à la présidence de l'Union européenne l'année prochaine, s'estomperont au fil du temps.

Si durant la phase de ralentissement conjoncturel passé, les entreprises ont thésaurisé temporairement leur main d'œuvre, il n'est alors guère probable que le processus de recrutement sera très dynamique lors du redressement conjoncturel. Ceci sera sans doute d'autant plus le cas qu'une stabilisation de la croissance de l'activité économique est projetée. De plus, la création d'emplois dans le secteur public a surtout bénéficié aux résidents luxembourgeois, ce qui du coup a également freiné la montée du chômage. Cependant, malgré l'amélioration conjoncturelle et l'embellie sur le front de l'emploi, on n'observe pas de ralentissement des mesures pour l'emploi. Par conséquent, le taux de chômage au sens strict devrait au mieux globalement se stabiliser au niveau accru actuellement atteint.

Tableau 33 Projections macroéconomiques générales et révisions par rapport à printemps 2004 (en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)

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

Source: BCL

1.2.12 Les finances publiques

Le Gouvernement a déposé le projet de budget 2005 à la Chambre des députés le 20 octobre 2004. Comme l'indique le tableau 34, tant les recettes que les dépenses de l'Etat s'accroîtraient à raison d'environ 8% en 2005 par rapport à 2004. Il en résulterait un déficit pratiquement inchangé, égal à 89 millions d'euros. Une comparaison avec l'année 2003 est cependant plus appropriée, car les données relatives à cette année sont issues d'un compte provisoire, alors que les montants relatifs à 2004 émanent du budget 2004. Or ce dernier

a été entériné par la Chambre des députés voilà près d'un an. Examinées sur la période de deux ans 2003-2005, les dépenses progresseraient de 6,5%, ce qui semble relativement modéré. Cependant, cet accroissement excède la croissance des recettes. En outre, l'augmentation limitée des dépenses est le reflet d'une nette décreue des dépenses en capital, qui s'explique elle-même par une sensible diminution des transferts de l'Etat central aux fonds spéciaux en 2004.

Tableau 34 Aperçu du projet de budget 2005 de l'Etat central (au sens strict)
(En millions d'euros, sauf mention contraire)

	Compte provisoire 2003	Budget définitif 2004	Projet de budget 2005	Croissance nominale 2004 - 2005	Croissance nominale 2003 - 2005
Recettes	6 563,5	6 392,6	6 902,5	+8,0%	+5,2%
Recettes courantes	6 504,7	6 242,7	6 828,7	+9,4%	+5,0%
Recettes en capital	58,9	149,8	73,8	-50,8%	+25,3%
Dépenses	6 563,2	6 480,9	6 991,5	+7,9%	+6,5%
Dépenses courantes	5 656,4	5 809,8	6 285,4	+8,2%	+11,1%
Dépenses en capital	906,8	671,1	706,1	+5,2%	-22,1%
Solde	0,3	-88,3	-89,0	--	--
Dont solde courant	848,2	433,0	543,3	--	--

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2005, Ministère des Finances.*

Ce dernier facteur est neutralisé dans le cadre des comptes SEC 95 de l'administration centrale, qui consistent notamment à consolider les comptes de l'Etat central proprement dit, qui font l'objet des projets de budget successifs, et la situation financière prévisionnelle des fonds spéciaux. Pour cette raison, le compte SEC 95 offre une vision plus cohérente des opérations budgétaires de l'Etat. De surcroît, cette présentation est utilisée en vue du calcul du besoin ou de la capacité de financement de l'ensemble des administrations publiques – à savoir non seulement l'administration centrale, mais également les pouvoirs locaux et la sécurité sociale. Pour rappel, c'est bien le solde de l'ensemble des administrations publiques qui permet de vérifier la conformité de la politique budgétaire à la valeur de référence de 3% de déficit prévue dans un protocole du Traité instituant la Communauté européenne.

Le compte SEC 95 de l'administration centrale constitue la première étape de l'établissement du compte des administrations publiques, qui est élaboré par le STATEC deux fois par an. La présente section en présente une version simplifiée, qui consiste uniquement à réincorporer aux dépenses de l'Etat central les dépenses prévues des fonds spéciaux, en lieu et place des dotations de l'Etat central aux fonds. Le tableau 35 renferme le résultat de ces calculs. Il a été établi en supposant que comme par le passé, les programmes de dépenses des fonds spéciaux ne seront que partiellement réalisés en 2004 et en 2005. Le taux de réalisation retenu pour 2004 s'établit à 88% des dépenses des fonds programmées dans le cadre du budget 2004.²⁸ Pour 2005, le taux correspondant s'établirait à 90% des dépenses des fonds telles qu'elles sont prévues dans les annexes du projet de budget 2005.

²⁸ Pour une description de la logique présidant au choix de ces taux de réalisation, voir l'avis de la BCL sur le projet de budget 2005, publié le 28 octobre 2004.

**Tableau 35 Version consolidée des opérations budgétaires de l'Etat central
(exécution partielle des dépenses des fonds: 88% en 2004 et 90% en 2005)
(En millions d'euros, sauf mention contraire)**

	Compte provisoire 2003	Budget définitif 2004	Projet de budget 2005	Croissance 2005 par rapport à 2004	Croissance 2005 par rapport à 2003
Dépenses					
1. Dépenses de l'Etat au sens strict	6 563,2	6 480,9	6 991,5	+7,9%	+6,5%
2. Transferts de l'Etat au sens strict aux fonds (-)	-1 296,2	-1 037,5	-1 159,0	+11,7%	-10,6%
3. Dépenses programmées des fonds	1 722,6	2 150,6	2 250,7	+4,7%	+30,7%
4. Dépenses inférées des fonds (réalisation partielle)	1 722,6	1 891,4	2 038,8	+7,8%	+18,4%
5. Dépenses de l'Etat central réestimées (1.+2.+4.)	6 989,6	7 334,8	7 871,2	+7,3%	+12,6%
Recettes					
6. Recettes totales de l'Etat au sens strict	6 563,5	6 392,6	6 902,5	+8,0	+5,2%
7. Recettes propres des fonds	315,0	327,7	337,1	+2,9	+7,0%
8. Recettes totales de l'état central consolidé (6.+7.)	6 878,6	6 720,2	7 239,5	+7,7	+5,2%
Solde					
9. Solde de l'Etat consolidé (8.-5.)	-111,0	-614,6	-631,7	--	--
<i>Pour mémoire: solde de l'Etat au sens strict</i>	<i>+0,3</i>	<i>-88,3</i>	<i>-89,0</i>	<i>--</i>	<i>--</i>

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2005, Ministère des Finances ; calculs BCL.*

La croissance des dépenses se distingue nettement de celle qui ressort du tableau 34. Ainsi, elles s'accroîtraient de près de 13% sur la période de deux ans 2003-2005 (ligne 5 du tableau 35), alors que la hausse correspondante se limitait à 6,5% au tableau 34. Cette nette divergence s'explique par la conjonction d'une forte réduction des dotations de l'Etat central aux fonds en 2004 et d'une nette progression des dépenses inférées des mêmes fonds de 2003 à 2005. Il en résulte un déficit implicite des fonds supérieur à 500 millions d'euros tant en 2004 qu'en 2005, dont le financement devra être assuré par l'émission d'emprunts nouveaux – à raison de 120 millions d'euros en 2004 et de 200 millions d'euros en 2005 selon le projet de budget 2005 – et par la liquidation de certains actifs des fonds. Dans un tel contexte, le déficit total de l'Etat consolidé atteindrait 615 millions d'euros en 2004 et 632 millions en 2005. Ce dernier chiffre représenterait 2,4% du PIB nominal. Il serait donc plus favorable que le solde de -3% du PIB calculé à la page 24 de l'exposé introductif du projet de budget où, dans un très louable effort de transparence, les auteurs du projet mentionnent les soldes de l'administration centrale et de l'ensemble des administrations publiques calculés en conformité avec le système comptable

SEC 95. Il ne s'agit là que d'une divergence apparente, qui s'explique par le recours de la BCL à une hypothèse de réalisation partielle des dépenses programmées des fonds en 2004 et 2005.

Le compte consolidé de l'Etat central constitue certes l'élément central des projections de la BCL, mais il n'en constitue nullement l'aboutissement. La consolidation ne permet pas de procéder à l'ensemble des ajustements requis par le système SEC 95, ce qui exigerait l'accès à de nombreuses données non disponibles à ce stade. Les ajustements non considérés comprennent notamment les transactions financières et les amortissements de la dette qui sont intégrés au budget officiel, ou encore l'incidence du mode d'imputation temporelle des dépenses et, en particulier, des recettes. En outre, le compte SEC 95 élaboré régulièrement par le STATEC prend en compte divers établissements publics qui ne sont qu'imparfaitement considérés dans le présent bulletin.

Par ailleurs, la BCL élabore des hypothèses alternatives à celles sur lesquelles repose le projet de budget et le tableau 35, qui en est directement issu. Ainsi, la BCL procède à des estimations propres des recettes,

en se basant notamment sur des coefficients d'élasticité et sur un scénario macroéconomique complet, sur l'évolution du prix des produits pétroliers et des achats de dérivés du tabac par les non-résidents. Par ailleurs, elle intègre à ses projections les mesures fiscales adoptées par les autorités. Sur le plan des dépenses, les transferts de l'Etat central à la sécurité sociale et aux communes sont réestimés en fonction de l'évolution postulée des paramètres les plus pertinents, par exemple l'évolution des cotisations sociales²⁹ ou encore le rendement des trois impôts dont le produit sert à calculer le transfert du FCDF aux communes.³⁰ La rémunération des agents de l'Etat et les allocations de chômage font également l'objet d'une estimation propre. Le point de départ des projections 2004-2006 de la BCL est le compte SEC 95 des pouvoirs publics établi par le STATEC pour l'année d'ancrage 2003. Toute révision affectant cette dernière année influence bien entendu les résultats des projections.

Ces derniers apparaissent au tableau suivant, où sont également considérées les communes et la sécurité sociale (voir l'encadré pour une description des hypothèses qui ont présidé aux projections). Les soldes de l'administration centrale repris au tableau sont plus favorables que le solde «consolidé» correspondant (voir

le tableau 35, ligne 9) en raison de la conjonction de deux facteurs agissant en sens opposé. D'une part, les transferts à la sécurité sociale et la rémunération des agents de l'Etat tels qu'ils sont estimés par la BCL sont plus élevés que les postes correspondants du projet de budget, tant en 2004 qu'en 2005. D'autre part cependant, la BCL se montre plus optimiste que le projet de budget en ce qui concerne l'évolution des recettes totales de l'administration centrale. Ces recettes devraient en effet s'accroître de 5,2% de 2003 à 2005 – soit en deux ans – selon les auteurs du projet de budget, alors que la BCL prévoit pour sa part une hausse de près de 11% au cours de la même période, en dépit d'une nette inflexion à la baisse des impôts directs à charge des sociétés.³¹ Ce relatif optimisme de la BCL est attribuable à l'embellie économique, à la montée en puissance de l'activité de prestataires de services électroniques et à un sensible accroissement des recettes issues des ventes de produits pétroliers et de dérivés du tabac à des non-résidents. Ces recettes additionnelles excéderaient la ré-estimation à la hausse de certaines catégories de dépenses, de sorte que le solde de l'administration centrale figurant au tableau ci-dessous est plus favorable que les soldes consolidés du tableau 35, en particulier en 2004.³²

Tableau 36 La situation des finances publiques luxembourgeoises: projections d'automne de la BCL (En pourcentages du PIB)

	2001	2002	2003	2004 ^p	2005 ^p	2006 ^p	2005 ^p projet de budget ¹
Ensemble des administrations publiques							
Recettes totales	45,6	46,2	45,9	45,1	45,3	44,9	
Dépenses totales	39,2	43,4	45,1	45,5	46,2	46,1	
Déficit (-) ou surplus (+)	6,4	2,8	0,8	-0,4	-1,0	-1,3	-1,2
Solde apuré de la conjoncture	5,5	2,2	0,8	-0,2	-0,6	-1,1	
Soldes effectifs des sous-secteurs des administrations publiques							
Etat central	3,3	0,3	-1,2	-1,4	-2,1	-2,4	-3,0
Communes	0,2	0,2	0,1	-0,5	-0,5	-0,5	0,0
Sécurité sociale	2,9	2,4	1,9	1,4	1,7	1,7	1,8

Source: *Projet de budget 2005, budget 2004, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.*

p: projections (1) Source: exposé introductif du projet de budget 2005, page 24.

29 Ces dernières déterminent notamment l'évolution des «surprises» versées à l'assurance maladie-maternité et des cotisations de l'Etat en faveur du régime général de pension.

30 Il s'agit de l'impôt sur le revenu des personnes physiques fixé par voie d'assiette et de l'impôt retenu sur les traitements et salaires, de la taxe sur la valeur ajoutée et de la taxe sur les véhicules automoteurs.

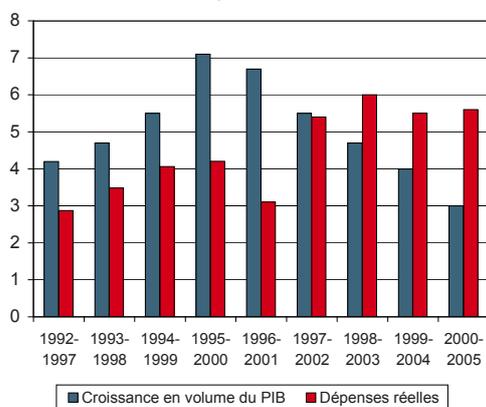
31 La divergence entre le taux de 5,2% et celui de 11% s'explique dans une large mesure par le fait que ce dernier taux correspond à l'optique «accrual» propre au système SEC 95, en vertu de laquelle une recette est enregistrée en rapport avec l'événement économique sous-jacent ou en fonction du moment où les obligations fiscales sont établies. Le taux de 5,2% se rapproche davantage de l'optique «cash» et est de ce fait affecté par d'éventuels remboursements de recettes de TVA ou encore par les décomptes relatifs aux recettes communes UEBL.

32 L'importance de la sous-estimation des recettes relatives à 2004 dans le projet de budget est due à l'utilisation des données du budget 2004, qui s'explique bien entendu par le fait que des données complètes sur la réalisation du budget 2004 ne peuvent être disponibles à ce stade.

Au total, l'administration centrale enregistrerait un déficit croissant tout au long de l'horizon de projection. Pour la première fois depuis 1992 elle aurait enregistré un déficit, équivalent à 1,2% du PIB, en 2003. Ce déficit se maintiendrait à un niveau pratiquement identique en 2004, mais il s'accroîtrait à nouveau en 2005 et en 2006 sous l'impulsion déterminante d'une hausse soutenue des dépenses. Ces dernières progresseraient en effet de 14% sur la période de deux ans 2003-2005 malgré l'hypothèse, adoptée par la BCL, de mise en œuvre partielle des dépenses programmées des fonds spéciaux, ce qui souligne le volontarisme du projet de budget 2005.³³ Même sur un horizon de moyen terme, la croissance des dépenses de l'administration centrale contreviendrait à une norme reprise dans le récent accord de coalition, en vertu de laquelle les dépenses de l'Etat devraient progresser dans les limites de la croissance économique sur un horizon de moyen terme. Le graphique suivant laisse en effet augurer une progression des dépenses qui excéderait celle du PIB à raison de plus de 2,5%, en moyenne, de 2000 à 2005.

Graphique 46

Comparaison entre la croissance en volume du PIB et la progression des dépenses réelles de l'administration centrale sur des horizons successifs de 5 ans (en pourcentages)



Source: *Projet de budget 2005, budget 2004, Ministère des Finances, IGF, IGSS, STATEC, UCM, calculs BCL.*

Note: A titre d'exemple, le taux 1998-2003 restitue la moyenne des 5 taux de croissance observés entre 1998 et 2003. Le choix d'une période de 5 ans constitue une traduction opérationnelle de la notion d'horizon de «moyen terme» reprise dans l'accord de coalition. Les dépenses prises en considération sont les dépenses totales de l'administration centrale dans l'optique SEC 95. Les taux de progression de ces dépenses ont été réduits à concurrence de la croissance du déflateur du PIB. La progression du PIB de 2004 à 2005 est issue des projections d'automne 2004 de la BCL.

Les soldes de l'administration centrale estimés par la BCL paraissent certes plus empreints d'optimisme que les soldes calculés à la page 24 de l'exposé introductif du projet de budget. Ce paradoxe apparent s'explique par l'hypothèse d'une mise en œuvre partielle des programmes de dépenses des fonds spéciaux, et comme indiqué ci-dessus, par l'adoption de certaines hypothèses propres, notamment en matière de recettes.

L'équilibre des finances communales postulé par les auteurs du projet de budget paraît à son tour optimiste dans le contexte d'une nette réduction du produit de l'impôt commercial communal (ICC), qui constitue à lui seul près de 30% des recettes totales des pouvoirs locaux. Selon le budget des recettes pour ordre, le produit de cet impôt passerait en effet de 540 millions d'euros en 2003 à 450 millions en 2005. Par rapport à une situation où le montant de l'ICC se serait accru au rythme de l'évolution du PIB, les communes enregistreraient une moins-value égale à 150 millions d'euros en 2005, ce qui équivaldrait à plus de 0,5% du PIB. Le transfert effectué en faveur des communes par le truchement du Fonds Communal de Dotation Financière (FCDF) s'accroîtrait certes nettement selon le projet de budget 2005 (+19% de 2003 à 2005 selon le projet). Cependant, les calculs auxquels a procédé la BCL sur la base de ses propres estimations de l'évolution des recettes suggèrent une augmentation un peu plus modérée du transfert. De surcroît, l'incidence favorable de cette augmentation sur les finances des pouvoirs locaux serait contrecarrée dans une large mesure par l'augmentation des dépenses des communes, du moins en l'absence d'une nette décélération du rythme de progression de ces dépenses au cours de l'horizon de projection.

Le solde de la sécurité sociale estimé dans le projet de budget est quant à lui pratiquement semblable aux estimations de la BCL. L'avis de la BCL sur le projet de budget 2005, publié le 28 novembre, évoquait quant à lui un excédent limité à 1,4% du PIB, tout en indiquant toutefois que ce solde ne prenait pas en compte l'incidence de nouvelles mesures en assurance

³³ Cette progression de 14% des dépenses excède la croissance de 12,6% reprise à la ligne 5 du tableau 35, car outre la consolidation avec les fonds effectuée dans ce tableau, la BCL procède à ses propres estimations pour des dépenses telles que la rémunération des agents de l'Etat ou les transferts à la sécurité sociale. La progression précitée excède également la progression des dépenses reprise dans l'avis de la BCL sur le projet de budget, publié le 28 octobre 2004, car ce dernier n'incorporait pas encore l'incidence, sur les transferts de l'Etat central à la sécurité sociale, du relèvement de 5,1 à 5,4% des cotisations sociales pour prestations en nature de l'assurance maladie-maternité. Cette décision n'a en effet été adoptée par l'assemblée générale de l'UCM que le 9 novembre 2004.

maladie-maternité.³⁴ Or, de telles mesures ont bien été spécifiées à l'occasion de la récente assemblée générale de l'UCM, qui s'est tenue le 9 novembre dernier. Les nouvelles projections de la BCL intègrent l'ensemble de ces mesures. Il s'agit d'une part de l'incidence de l'accroissement de 5,1 à 5,4% des cotisations pour prestations en nature. Il en résulterait un surcroît de recettes de 72 millions d'euros pour les caisses de maladie, qui serait alimenté par le relèvement des cotisations sociales proprement dites à raison de 45 millions, et par des transferts additionnels à charge de l'Etat central à concurrence de 26,5 millions – ces transferts, les «surprimes», sont en effet proportionnels aux cotisations sociales. Les projections ont d'autre part été établies sous l'hypothèse d'une entrée en vigueur du projet de loi modifiant certaines dispositions des indemnités pécuniaires de maladie et de la concrétisation des engagements pris au niveau de la quadripartite en vue de réduire le volume des prescriptions médicales. Enfin, elles tiennent compte des modifications statutaires relatives à l'entretien journalier à l'hôpital et à la suppression des frais de voyage à l'intérieur du pays. Le budget de l'UCM indique que sous ces hypothèses, la progression des dépenses de santé serait ramenée à 4,35% en 2005, à comparer au taux de 6,3% prévu avant l'assemblée générale. Il s'ensuivrait donc une diminution des dépenses de 30 millions d'euros. Les mesures d'économie et le rehaussement des cotisations dans le secteur des soins de santé se traduiraient donc au total par une amélioration de 0,3% du PIB (45 millions d'euros + 30 millions) du solde de l'ensemble des administrations publiques en 2005 et en 2006, pour autant que les nouvelles mesures soient intégralement mises en œuvre et engendrent les économies escomptées. Dans de telles conditions, l'excédent de la sécurité sociale se maintiendrait à un niveau élevé au cours de l'horizon de projection, alors qu'il aurait nettement décliné à politique inchangée.

Faute de mesures nouvelles, les surplus de la sécurité sociale recommenceraient cependant à s'étioler dès 2007. Les excédents de la sécurité sociale reflètent en effet dans une large mesure le décalage entre les contributions sociales perçues par le régime géné-

ral de pension auprès des travailleurs frontaliers et étrangers d'une part et les prestations dont bénéficient ces catégories de travailleurs d'autre part. En outre, les dépenses de santé connaissent une progression «spontanée» élevée du fait de la vigueur de l'influence de l'offre sur la demande de prestations dans cette branche. Les prestations familiales ont également enregistré une croissance tendancielle très soutenue au cours des dernières années.

Les administrations publiques dans leur ensemble enregistreraient de substantiels déficits en 2005 et en 2006, en dépit de la survenance de divers «chocs positifs», tels que l'installation au Luxembourg de firmes de commerce électronique, une hausse très marquée des impôts indirects perçus sur les ventes transfrontalières de produits pétroliers et de dérivés du tabac, l'embellie conjoncturelle ou encore la révision des comptes SEC 95 officiels des administrations publiques pour l'année 2003.³⁵ Ces chocs positifs seraient en effet contrecarrés dans une large mesure par (i) la nette diminution attendue du produit des impôts directs à charge des sociétés, qui résulte essentiellement de la moindre perception de soldes d'impôts liés aux années antérieures, (ii) une forte hausse tendancielle des dépenses de sécurité sociale, qui devrait induire un étiolement progressif des substantiels excédents de la sécurité sociale malgré les récentes mesures de maîtrise des dépenses de santé, et (iii) une progression des dépenses de l'Etat central nettement plus élevée que la croissance du PIB au cours des dernières années.

Comme l'illustre le graphique suivant, les actuelles projections de la BCL sont certes plus favorables que les projections similaires de printemps en termes de soldes budgétaires. Cependant, cette amélioration résulterait avant tout d'une augmentation soutenue des recettes dans un environnement économique nettement plus favorable et à la faveur de nouvelles mesures en matière de fiscalité indirecte et de cotisations sociales. Elle ne serait nullement la conséquence d'une plus grande maîtrise des dépenses des administrations publiques, car l'incidence de la réduction des prestations de l'assurance maladie-maternité serait

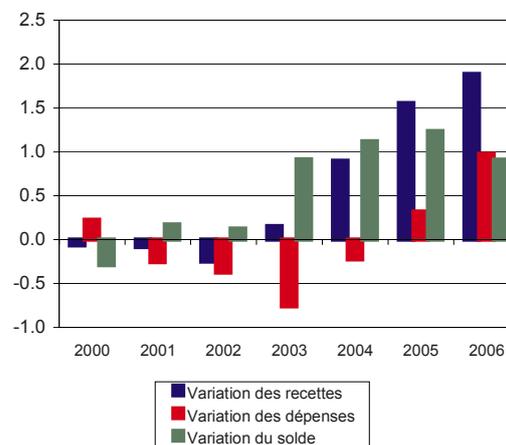
³⁴ Il en est d'ailleurs de même dans le projet de budget 2005. La charge additionnelle de 26,5 millions d'euros sera selon toute vraisemblance prise en compte dans les amendements au projet.

³⁵ Les soldes de l'ensemble des administrations publiques prévus pour 2005 et 2006 sont plus favorables que les soldes correspondants prévus dans l'avis de la BCL sur le projet de budget. Comme indiqué ci-dessus, une première raison est l'intégration des mesures annoncées à l'issue de la récente assemblée générale de l'UCM, dont un relèvement des cotisations. Une seconde raison est une révision à la hausse des impôts indirects suite à la diffusion de nouvelles données et informations à la fin d'octobre et au début de novembre (incidence du prix des produits pétroliers et de l'augmentation des ventes de dérivés du tabac à des non-résidents, révision à la hausse de l'apport de l'activité de prestataires de services électroniques). Ces facteurs favorables ont été partiellement compensés par une révision à la hausse des prestations familiales et de la rémunération totale des agents de l'Etat.

plus que compensée par le volontarisme du projet de budget 2005. La présente embellie conjoncturelle est pourtant propice à la mise en œuvre d'un encadrement plus strict des dépenses, qui permettrait d'assurer une convergence vers une position proche de l'équilibre ou en excédent. Il est essentiel que la prochaine actualisation du programme de stabilité renferme une stratégie détaillée et crédible visant à la réalisation de cet objectif, qui revêt une considérable importance dans une petite économie ouverte, vulnérable à d'éventuels chocs asymétriques et où la soutenabilité à terme de la sécurité sociale n'est pas garantie à moyen terme.

Graphique 47

Comparaison des projections de printemps et d'automne 2004 de la BCL (différences en pourcentages du PIB)



Source: *Projet de budget 2005, budget 2004, Ministère des Finances, IGF, IGSS, STATEC (2000 à 2003), UCM, calculs BCL (pour la période 2004 à 2006).*

Note: la révision à la baisse des dépenses en 2003 résulte principalement d'une révision des transferts en capital par le STATEC en septembre 2004.

Hypothèses de base des projections de finances publiques

Les projections de finances publiques ont été établies en conformité avec les autres projections macroéconomiques de la BCL, qui sont décrites par ailleurs. Ces dernières se caractérisent notamment par un taux de croissance du PIB de l'ordre de 4% en 2004, 2005 et 2006. Les projections relatives à l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), à l'impôt commercial communal et à l'impôt de solidarité de 4% sur l'IRC ont été effectuées sur la base de l'évolution de l'excédent brut d'exploitation, des données du projet de budget 2005 et de l'évolution des arriérés d'impôts des établissements de crédit. Il convient de souligner l'importante volatilité de cette composante des recettes des administrations publiques, dont le produit comprend de substantiels soldes d'impôts relatifs aux années antérieures, dont l'évolution future est extrêmement difficile à cerner. Selon les projections de la BCL, les impôts directs à charge des sociétés rapporteraient aux administrations publiques luxembourgeoises l'équivalent de 6,3, 6,2 et 5,9% du PIB en 2004, 2005 et 2006, respectivement. Ces montants seraient nettement en deçà du niveau de 7,9% du PIB enregistré en 2003 du fait de l'affaïssement progressif de la collecte des soldes d'impôts relatifs aux exercices fiscaux antérieurs.

Le produit des autres impôts a généralement été inféré à partir d'un indicateur reflétant l'évolution de la base imposable et du coefficient d'élasticité correspondant. Ainsi, l'indicateur relatif aux cotisations sociales et à l'impôt sur les traitements et salaires est la masse salariale. Le produit des cotisations a bien entendu été rehaussé de l'impact de la hausse de 5,1 à 5,4% des cotisations pour prestations de santé en nature. Les impôts indirects sont quant à eux essentiellement estimés sur la base de l'évolution projetée de la consommation privée et du montant additionnel généré par les activités des prestataires de services électroniques. L'incidence budgétaire de la hausse des impôts indirects mise en œuvre en 2004 et de la progression annoncée dans le projet de budget 2005 a également été intégrée aux projections. En 2005, ces dernières mesures devraient se traduire par un

surcroît de recettes supérieur à 60 millions d'euros. Enfin, l'estimation des recettes perçues au titre des impôts indirects a été réajustée à la hausse, afin de prendre en compte deux évolutions récentes. D'une part, le prix du diesel, du gasoil de chauffage et de l'essence s'est nettement accru par rapport à la moyenne observée en 2003, avec à la clef des recettes de TVA plus favorables. D'autre part, les droits sur les importations de tabac devraient fortement s'accroître en 2004, à la faveur d'une progression très soutenue des ventes de cigarettes sur le territoire luxembourgeois dans le sillage de décisions étrangères d'accroître le prix du tabac en octobre 2003 et en janvier 2004.

Les dépenses de pension et les prestations familiales sont estimées au moyen d'un modèle démographique, tandis que les dépenses de santé sont projetées sur la base de données de l'UCM, en premier lieu le budget 2005 des caisses de maladie. L'estimation de la rémunération des agents de l'Etat intègre le mécanisme d'indexation, une dérive salariale de 1,5% par an et la hausse des salaires prévue dans le dernier accord salarial (+1,6% en 2002, en 2003 et en 2004). Par hypothèse, les traitements réels des agents de l'Etat ne progresseraient que de 0,5% en 2005 et 2006. Enfin, le nombre d'agents s'accroîtrait de près de 3% en 2004, ce qui est en ligne avec l'évolution de l'emploi public au cours des cinq premiers mois de 2004. Ce taux connaîtrait une certaine décélération par la suite du fait, notamment, de la fin de la présidence luxembourgeoise de l'UE à partir de juillet 2005. La croissance des investissements publics a été estimée sur la base du projet de budget 2005 et de l'évolution des dépenses d'investissement des communes observée depuis 1990. Enfin, la plupart des autres dépenses ont été estimées à partir du projet de budget 2005 et d'une observation de leur comportement au cours de la dernière décennie. Il a également été supposé que les dépenses des fonds spéciaux relatives à 2004 et 2005 seront en moyenne exécutées à raison de 88% et 90%, des montants prévus à l'annexe du projet de budget pour les années 2004 et 2005, respectivement.