Bulletin
2005/2

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

Sommaire

1 La situation économique et financière 10

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
1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme 14
1.1.4 Les marchés boursiers 15
1.1.5 Le taux de change de l'euro 16
1.1.6 L'évolution des prix à la consommation 17
1.1.7 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail 18
1.1.8 Le commerce extérieur 21
1.1.9 La balance des paiements 22
1.1.9.1 Le compte des transactions courantes 22
1.1.9.2 Le compte financier 23

1.2 La situation économique au niveau de la Grande Région 24

1.3 La situation économique au Luxembourg 26
1.3.1 L'évolution des prix et des coûts 26
1.3.1.1 Les prix à la consommation et projection d'inflation 26
1.3.1.2 Les prix à la production industrielle 32
1.3.2 La comptabilité nationale 33
1.3.3 L'industrie 39
1.3.4 La construction 43
1.3.5 Le commerce et les autres secteurs 43
1.3.6 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs 44
1.3.7 Le marché du travail 44
1.3.7.1 L'emploi 44
1.3.7.2 Le chômage 46
1.3.7.3 Les coûts salariaux 47
1.3.8 Le secteur financier 48
1.3.8.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier 48
1.3.8.2 Les établissements de crédit 49
1.3.8.3 Les organismes de placement collectif 64
1.3.9 Le commerce extérieur 66
1.3.10 La balance des paiements 66
1.3.10.1 Le compte courant 66
1.3.10.2 Le compte financier 67
1.3.11 Les finances publiques 72

2 Analyses 76

2.1 Sektorale Spezialisierung und Produktivität der Luxemburger Wirtschaft im internationalen Vergleich 79

2.1.1 Einleitung 79

2.1.2 Mehr-Länder Vergleich der Spezialisierung der Luxemburger Wirtschaft 79

2.1.3 Ausmaß und Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Konzentration in den verschiedenen Ländern 84

2.1.4 Geschwindigkeit des Strukturwandels 85

2.1.5 Einfluss des Strukturwandels auf die Arbeitsproduktivität 85

2.1.6 Schlussfolgerung 87

2.1.7 Anhang 87

2.2 Estimation du taux d'intérêt réel naturel pour la zone euro et pour le Luxembourg 89

2.3 La rigidité des prix. Une étude sur données microéconomiques de prix à la consommation au Luxembourg 91

2.4 La politique de change actuelle du Cap-Vert et ses alternatives 94

3 statistiques 96

4 Actualités 146

4.1 Actualités 148

4.2 Liste des circulaires de la BCL 150

4.3 Publications de la BCL 152

4.4 Publications de la Banque centrale européenne (BCE) 156

4.5 Liste des abréviations/List of Abbreviations 159

Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Secrétariat général
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie: (+352) 4774-4910
e-mail: sg@bcl.lu

Luxembourg, le 2 septembre 2005

EDITORIAL

L'inflation nuit de diverses manières à la croissance économique et à l'emploi.

Tout d'abord, elle complique l'identification des changements des prix relatifs, qui sont masqués par des fluctuations du niveau global des prix, dès lors, les entreprises et les consommateurs sont plus susceptibles de prendre des décisions erronées de consommation et d'investissement. En brouillant l'information sur les prix relatifs, l'inflation perturbe la canalisation par le marché des ressources vers leur utilisation la plus productive. Ainsi, elle diminue le bien-être des ménages et donc le potentiel productif de l'économie.

En second lieu, l'inflation conduit les créanciers à demander une prime pour couvrir le risque encouru par les actifs nominaux à long terme. Cette prime de risque intégrée au taux d'intérêt réel réduit l'efficacité de l'allocation des ressources par les marchés de capitaux, ce qui pénalise l'investissement.

Troisièmement, dans un contexte d'inflation élevée, les agents économiques sont incités à stocker des biens réels; ces derniers constituent alors une meilleure réserve de valeur que la monnaie ou certains actifs financiers. La constitution de stocks de biens n'est toutefois pas une décision d'investissement efficace. Elle entrave par conséquent la croissance économique.

Quatrièmement, les systèmes fiscaux peuvent engendrer certains effets pervers, qui perturbent le comportement des agents économiques. Ces distorsions sont intensifiées par l'inflation, dans la mesure où les systèmes fiscaux ne comportent normalement pas l'indexation des barèmes d'imposition à l'inflation.

Cinquièmement, l'inflation a l'effet d'un impôt sur la détention d'espèces. Elle diminue la demande d'espèces par les ménages et occasionne ainsi des coûts de transaction plus élevés.

Sixièmement, l'inflation engendre une redistribution arbitraire de la richesse et des revenus (effets de redistribution des créanciers vers les débiteurs, par exemple). Les groupes les plus faibles de la société souffrent le plus de l'inflation, dans la mesure où il leur est difficile de se prémunir contre celle-ci. Par conséquent, l'inflation nuit à la cohésion sociale et la stabilité politique.

Le récent renchérissement du pétrole a alimenté l'inflation au Luxembourg. Cette hausse du cours du pétrole affecte directement l'indice des prix à la consommation par le biais de sa composante énergétique (comprenant entre autres les prix du fioul domestique et des carburants). Les prix à la consommation peuvent également être affectés indirectement par le biais d'une augmentation des prix à la production. En effet, confrontées à la hausse du coût des matières premières, les entreprises peuvent tenter de préserver ou rétablir leurs marges bénéficiaires en augmentant leurs prix de vente. Outre ces effets directs et indirects, habituellement qualifiés d'effets de premier tour, il y a un risque d'effets de second tour qui pourraient intensifier les tensions sur les prix à la consommation. Ces effets de second tour sont liés aux hausses de salaires obtenues pour compenser la baisse du revenu réel résultant des effets directs et indirects. L'indexation automatique favorise la survenance d'effets de second tour sur les prix à la consommation.

Une hausse des cours du pétrole a aussi un impact négatif sur l'activité économique par la détérioration des termes de l'échange dans une économie importatrice de pétrole comme le Luxembourg. L'érosion des marges bénéficiaires se traduit par une contraction de la demande intérieure. De plus, la demande externe est également susceptible de s'affaiblir puisque les principaux partenaires commerciaux du Luxembourg sont aussi importateurs nets de pétrole. Face à cet affaiblissement de la demande externe, l'inflation risque en sus de détériorer la compétitivité-prix des exportations luxembourgeoises.

Concrètement, **l'inflation annuelle du Luxembourg** mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a progressé en juillet et août 2005 pour s'établir respectivement à 2,6% et 2,7%, après avoir fléchi en mai et juin. Le taux d'août 2005 est le plus élevé depuis août 2001. Les cours du pétrole ont constitué le principal facteur inflationniste au cours des derniers mois. En effet, le rythme de variation annuel des prix des produits pétroliers a fluctué entre 13,4% et 21,8% au cours de la période allant d'avril à août 2005, ce qui représente un coût pour l'économie du Luxembourg. L'inflation sous-jacente, après s'être maintenue à 1,7% au cours de la période allant de mai à juillet 2005, a augmenté à 1,9% en août. La hausse des prix des services demeure soutenue, avec 2,7% en juillet et août 2005, contre respectivement 2,3 et 2,5% en mai et juin. La contribution de cette composante à l'inflation globale demeure de ce fait importante, avec quelque 0,9 point de pourcentage. Ces développements impliquent que la prochaine tranche indiciaire interviendra plus tôt que prévu, à savoir en octobre 2005, alors qu'elle était initialement escomptée pour la fin de l'année 2005. L'indexation automatique des salaires d'octobre 2005 exercera à son tour une pression à la hausse sur les prix des services.

Les différentiels d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et aux pays limitrophes se sont détériorés depuis fin 2004 en ce qui concerne à la fois l'IPC total et l'IPC hors produits alimentaires non transformés et énergie. Cette détérioration résulterait essentiellement du recul des tensions inflationnistes sous-jacentes au sein de la zone euro et dans nos pays limitrophes.

Selon les dernières projections de la BCL, l'inflation annuelle globale devrait culminer au troisième trimestre 2005 en raison du maintien du prix du pétrole à un niveau élevé. L'inflation tendrait par la suite à décélérer, mais ce reflux serait très graduel. Contrairement aux résultats obtenus lors des exercices de projection précédents, l'inflation demeurerait nettement supérieure à 2% sur l'horizon de projection. Ainsi, l'inflation moyenne devrait s'établir à quelque 2,4% en 2005.

Cette inflation élevée comporte des risques pour l'économie luxembourgeoise, surtout si les principaux partenaires commerciaux du Luxembourg parviennent à mieux maîtriser les effets du choc pétrolier. Dans cette perspective, un encadré inclus dans le présent bulletin confirme la récente détérioration de la **compétitivité** de l'économie luxembourgeoise. Cette conclusion reflète une augmentation plus rapide de l'indice des prix à la consommation, de l'indice des prix à la production, du déflateur du PIB et des coûts salariaux au Luxembourg comparativement à ses principaux partenaires commerciaux.

Le taux de **chômage** moyen pendant les sept premiers mois de 2005 s'est établi à 4,6% après 4,1% au cours de la même période de l'année précédente. Sur base «désaisonnalisée», une hausse du taux de chômage s'est manifestée au cours des premiers mois de 2005 (partant de 4,4% en janvier, il a atteint 4,7% en juillet). Cette évolution suggère que le sentier intra-annuel de baisse emprunté par le taux de chômage non ajusté est de nature saisonnière et ne découle donc pas d'une amélioration de fond de la situation.

Les récentes données officielles indiquent que le **déficit de l'administration centrale au sens large** – y compris les fonds spéciaux – serait de 2,5% du PIB en 2004. En l'absence d'un ralentissement marqué du rythme de progression des dépenses de l'Etat, ce déficit tendrait à persister – voire même à s'accroître – au cours des prochaines années. En conséquence, l'endettement brut de l'Etat central progresserait significativement dès 2007.

Ce bulletin comprend également quatre analyses plus spécifiques. La première analyse traite de la spécialisation et de la productivité sectorielle de l'économie luxembourgeoise en comparaison internationale. La deuxième analyse fournit une estimation du taux d'intérêt réel naturel pour la zone euro et pour le Luxembourg, alors que la troisième analyse examine la rigidité des prix à la consommation au Luxembourg en se basant sur des données microéconomiques. La quatrième et dernière analyse présente la politique de change actuelle de la République du Cap-Vert et ses alternatives.

Yves Mersch

Chapitre 1

LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

1 La situation économique et financière 10

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

1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme 14

1.1.4 Les marchés boursiers 15

1.1.5 Le taux de change de l'euro 16

1.1.6 L'évolution des prix à la consommation 17

1.1.7 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail 18

1.1.8 Le commerce extérieur 21

1.1.9 La balance des paiements 22

1.1.9.1 Le compte des transactions courantes 22

1.1.9.2 Le compte financier 23

1.2 La situation économique au niveau de la Grande Région 24

1.3 La situation économique au Luxembourg 26

1.3.1 L'évolution des prix et des coûts 26

1.3.1.1 Les prix à la consommation et projection d'inflation 26

1.3.1.2 Les prix à la production industrielle 32

1.3.2 La comptabilité nationale 33

1.3.3 L'industrie 39

1.3.4 La construction 43

1.3.5 Le commerce et les autres secteurs 43

1.3.6 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs 44

1.3.7 Le marché du travail 44

1.3.7.1 L'emploi 44

1.3.7.2 Le chômage 46

1.3.7.3 Les coûts salariaux 47

1.3.8 Le secteur financier 48

1.3.8.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier 48

1.3.8.2 Les établissements de crédit 49

1.3.8.3 Les organismes de placement collectif 64

1.3.9 Le commerce extérieur 66

1.3.10 La balance des paiements 66

1.3.10.1 Le compte courant 66

1.3.10.2 Le compte financier 67

1.3.11 Les finances publiques 72

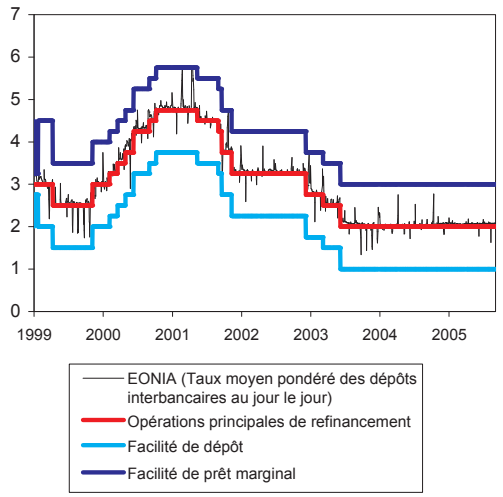
1.1 La situation économique dans la zone euro

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Les taux directeurs de l'Eurosystème sont restés inchangés tout au long de la période sous revue. Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a estimé que le niveau des taux directeurs demeure approprié pour garantir la stabilité des prix à moyen terme au sein de la zone euro et le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement a donc été maintenu à 2% ; de même, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal sont restés inchangés à 1% et 3% respectivement.

Graphique 1

Les décisions de politique monétaire et l'EONIA



Note: Pour les opérations principales de refinancement, il s'agit du taux fixe jusqu'au 28 juin 2000 et du taux de soumission minimal à partir de cette date

Source: BCE, Bloomberg

L'activité économique dans la zone euro demeure modérée malgré des taux d'intérêt historiquement bas. Ainsi, le PIB en volume a progressé de 0,3% en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2005, après avoir enregistré une hausse de 0,4% lors du trimestre précédent. La croissance a d'ailleurs été soutenue par les bons résultats des entreprises, par la persistance de la croissance mondiale ainsi que par les améliorations de l'efficacité productive et de la compétitivité-prix des exportateurs de la zone euro. Néanmoins, le niveau élevé et en hausse des cours du pétrole a pesé sur la demande intérieure et sur la confiance des consommateurs, freinant ainsi l'activité économique qui à long terme devrait s'améliorer progressivement.

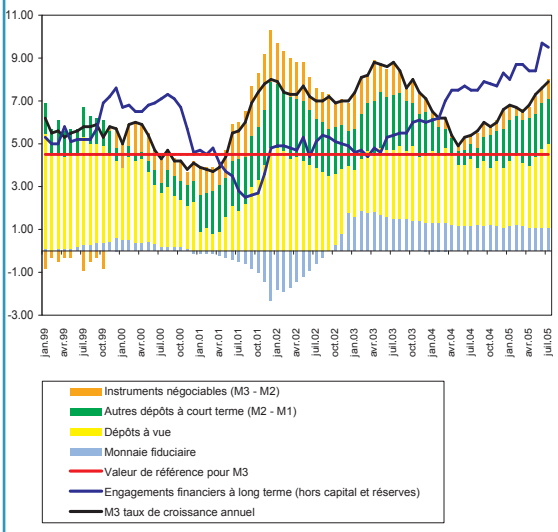
La persistance du niveau élevé et en hausse des cours du pétrole continue aussi à exercer des pressions à la hausse sur l'évolution des prix et pourrait déboucher sur des effets de second tour. Hormis les risques qui découlent de l'évolution des prix du pétrole, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne met en garde contre les risques relatifs à la fiscalité indirecte et aux prix administrés. Le Conseil des gouverneurs continue par ailleurs à souligner l'importance de la discipline budgétaire et la nécissité de poursuivre les réformes structurelles.

Concernant l'analyse monétaire, la forte croissance de l'agrégat large M3 observée depuis mi-2004 s'est largement poursuivie. Au deuxième trimestre 2005 la progression annuelle de M3 s'est établie à 7,2% en moyenne – demeurant largement supérieure au niveau de liquidité nécessaire au financement d'une croissance non inflationniste – pour atteindre 7,9% en juillet.

Au cours de la période sous revue, l'évolution de l'agrégat large a été influencée par deux forces antagonistes. D'une part, le faible coût d'opportunité de la détention d'actifs monétaires liquides, qui découle du bas niveau des taux d'intérêt, continue d'exercer un effet stimulant sur la progression de M3. D'autre part, l'incidence des taux d'intérêt historiquement bas a été atténuée par le processus de réaménagement de portefeuille, qui s'est néanmoins quelque peu ralenti au cours des derniers mois. Ce ralentissement est largement attribuable à l'évolution des titres d'OPCVM monétaires (inclus dans les «instruments négociables (M3 - M2)»), dont la croissance a cessé de reculer récemment; en période d'incertitude accrue, lorsque les actifs à plus long terme sont considérés comme étant trop risqués, ces titres peuvent être utilisés en tant qu'instruments de placement d'encaisses monétaires. En dépit de ce ralentissement récent, l'hypothèse de normalisation des portefeuilles a été corroborée, dans la mesure où des encaisses monétaires ont été converties en actifs à plus long terme et plus risqués. La décomposition de M3 met également en exergue une contribution moins importante des «instruments négociables (M3 - M2)» depuis mi-2003.

Graphique 2

M3, ses composantes et les engagements financiers à long terme



Source: BCE

L'accélération de la croissance monétaire continue donc à s'expliquer par l'impact stimulant du bas niveau des taux d'intérêt qui l'emporte sur l'effet modérateur du réaménagement des portefeuilles. Les taux d'intérêt historiquement bas ont également alimenté la croissance des prêts au secteur privé qui ont été soutenus davantage encore par l'amélioration des conditions d'offre de crédit. L'évolution des prêts immobiliers, dont le taux de croissance annuelle a dépassé 10% aux deux premiers trimestres de l'année en cours, a été particulièrement dynamique; en juillet 2005, le taux de croissance annuelle des prêts au logement s'est établi à 10,5%.

1.1.2 Les taux d'intérêt appliqués par les IFM

Les taux d'intérêt auxquels il est fait référence ci-dessous, sont ceux offerts par les banques de la zone euro à leur clientèle domestique.

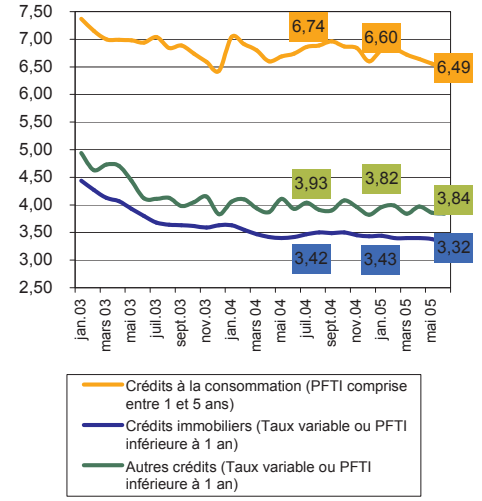
Durant le premier semestre 2005, le coût des crédits immobiliers, à taux variable ou dont la période de fixation du taux d'intérêt (PFTI) est inférieure à un an, s'est déprécié de 11 points de base, passant de 3,43% en décembre 2004 à 3,32% en juin 2005. Ce segment de PFTI ne sert pas de référence commune pour l'ensemble des banques de la zone euro dans la mesure où, dans certains pays, les consommateurs optent pour des contrats dont le taux d'intérêt est fixé pour la durée totale du crédit, tandis que dans d'autres ce sont plutôt les taux variables qui servent de référence. Nous pouvons toutefois souligner que le coût du financement immobilier auprès des banques de la zone euro reste historiquement très bon marché.

Le coût des crédits autres qu'immobiliers avec une PFTI inférieure à un an s'est apprécié de deux points de base entre décembre 2004 (3,82%) et juin 2005 (3,84%). Ces crédits ne sont pas utilisés de la même manière dans l'ensemble des pays de la zone euro en raison, notamment, de différences réglementaires ou techniques (comme par exemple une plus ou moins grande spécialisation dans le *private banking* ou dans le *retail banking*).

Notons enfin que le coût des crédits à la consommation, avec une PFTI comprise entre un et cinq ans, a reculé de 11 points de base entre décembre 2004 (6,60%) et juin 2005 (6,49%).

Graphique 3

Evolution des taux débiteurs offerts aux ménages par les banques de la zone euro sur la période 2003-2005 (en %)

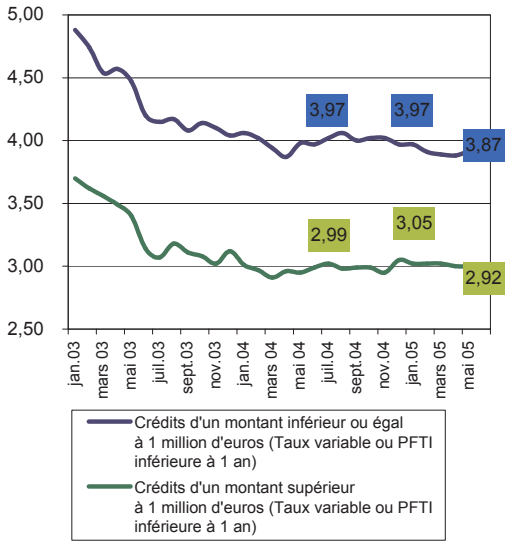


Source: BCE

Le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), dont la PFTI est inférieure à un an, s'est réduit de 10 points de base entre décembre 2004 et juin 2004. Il s'établit à 3,87% pour les crédits de faible montant (moins d'un million d'euros) et à 2,92% pour les crédits plus importants (plus d'un million d'euros). L'écart moyen entre ces deux tranches de crédits est assez stable, autour de 100 points de base.

Graphique 4

Evolution des taux débiteurs à destination des SNF (en %)

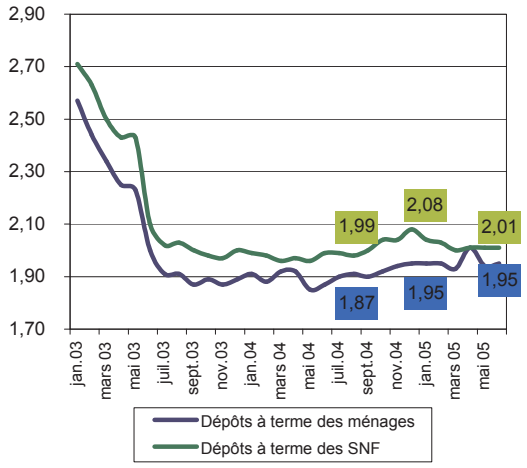


Source: BCE

Sur le plan des taux créditeurs, si la rémunération des dépôts des ménages est restée stable entre décembre 2004 et juin 2005 (à 1,95%), celle des dépôts des sociétés non-financières s'est dépréciée de sept points de base, à 2,01%. Historiquement, cette dernière connaît une évolution plutôt erratique.

Graphique 5

Evolution de la rémunération des dépôts de maturité inférieure à un an, par les banques de la zone euro, sur la période 2003-2005



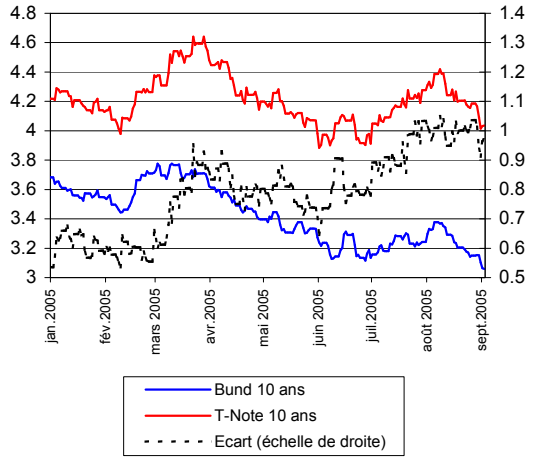
Source: BCE

1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme

Au cours des huit premiers mois de l'année en cours, les rendements obligataires à long terme ont poursuivi la baisse entamée en mi-2004 dans la zone euro, où ils n'ont cessé d'atteindre de nouveaux plus bas historiques tout au long de la période sous revue[1]. Aux Etats-Unis, l'évolution des rendements obligataires a été nettement plus contrastée, de sorte que l'écart entre les rendements obligataires à long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro s'est encore creusé, pour se situer à quelque 97 points de base au début du mois de septembre. Ainsi, à la date du 1er septembre 2005, le rendement du Bund à 10 ans s'est inscrit à 3,065%, soit 62 points de base en dessous du niveau de début d'année et celui des obligations américaines à 4,031% – ce qui constitue une baisse de 19 points de base par rapport à janvier 2005.

Graphique 6

Les rendements des titres publics à long terme



Source: Bloomberg

Jusqu'à la mi-février, les obligations à long terme dans la zone euro et les titres publics américains ont diminué de concert. A l'issue de cette évolution, les rendements du Bund à 10 ans se situaient à des niveaux très bas. Cette évolution n'est pas seulement imputable à une révision à la baisse des anticipations de croissance et d'inflation aux Etats-Unis et à des perspectives de croissance moins optimistes dans la zone euro. Elle reflète également l'achat accru d'obligations par les investisseurs institutionnels, qui veillent à respecter les nouvelles réglementations prudentielles et comptables.

1 *Il s'agit des obligations allemandes uniquement; les minima historiques enregistrés en 1901 et 1902 ne sont pas pris en compte.*

Le rebond des rendements à la mi-février 2005 est attribuable dans une large mesure aux déclarations du président du Comité fédéral de l'open market, sur base desquelles les opérateurs de marché ont conclu que le resserrement monétaire serait plus marqué que prévu. Au mois de mars, les évolutions des rendements obligataires à long terme ont été divergentes, découlant sans doute des perspectives économiques différenciées aux Etats-Unis et dans la zone euro. De ce fait, l'écart entre les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro s'est creusé de quelque 40 points de base entre fin février et fin mars pour s'établir à plus de 90 points de base, avant de fléchir à nouveau sans toutefois atteindre les bas niveaux enregistrés antérieurement.

Au deuxième trimestre 2005, les rendements obligataires à long terme se sont repliés jusque début juin. Ces développements étaient liés à la publication de données moins favorables que prévu, notamment les données d'avril concernant le marché du travail américain; suite à des préoccupations relatives à la qualité de signature de quelques entreprises, les réaménagements de portefeuille vers les valeurs refuge – c'est-à-dire le glissement vers les obligations du secteur public au détriment des actions et des obligations du secteur privé – ont poussé les rendements des emprunts publics vers le bas. Aux Etats-Unis, l'apaisement des inquiétudes concernant l'évolution des prix contribuait également à une baisse des rendements. En juin, les rendements obligataires ont enregistré d'importantes fluctuations, sans toutefois interrompre leur tendance baissière dans la zone euro. Si aux Etats-Unis les données relatives à l'activité économique étaient plutôt contrastées, dans la zone euro les opérateurs de marché semblaient moins optimistes.

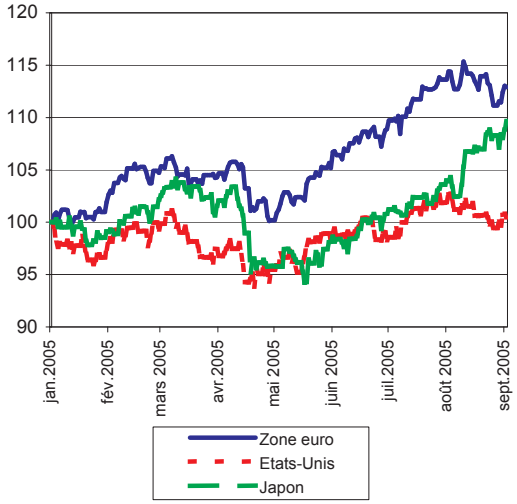
Or, en juillet et début août les rendements des titres publics à long terme ont inversé le recul des mois précédents, surtout aux Etats-Unis où la hausse fut particulièrement prononcée. De ce fait, le différentiel entre les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro a augmenté considérablement lors de cette période. L'amélioration des perspectives relatives à l'évolution de l'activité économique fut renforcée par le discours de M. Greenspan sur l'état de l'économie américaine. En outre la décision de la Chine d'introduire plus de flexibilité dans son régime de change fit surgir quelques craintes quant à une éventuelle baisse de la demande pour les titres publics américains. Ensuite, au cours du mois d'août, la flambée des cours du pétrole a fini par pousser les rendements obligataires à la baisse. A la flambée des prix pétroliers s'ajoutaient d'ailleurs des données décevantes sur les ventes au détail et la confiance des consommateurs aux Etats-Unis.

1.1.4 Les marchés boursiers

Au Japon et dans la zone euro, les grands indices boursiers ont poursuivi la tendance haussière observée depuis mi-2004, tandis que la performance du Standard and Poor's 500 fut plus contrastée lors des huit premiers mois de l'année en cours. La progression de l'indice européen a continué à dépasser largement celle des indices américain et japonais tout au long de la période sous revue. Si le Dow Jones EuroStoxx et le Nikkei 225 ont progressé respectivement de 13,03% et 8,86% entre début janvier et début septembre 2005 pour s'établir à 302,26 et 12 506,97 points, le Standard and Poor's 500 se situait environ au même niveau qu'en début d'année, pour atteindre 1 221,59 points. La forte progression du Dow Jones EuroStoxx découle principalement de la bonne performance continue des entreprises de la zone euro qui a exercé un effet compensateur sur l'impact boursier du renchérissement du pétrole.

Graphique 7

Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon (indice: 01/01/2005 = 100; données quotidiennes)



Note: Indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, indice Standard & Poor's 500 pour les Etats-Unis et indice Nikkei 225 pour le Japon

Source: Bloomberg

En janvier, la persistance du niveau élevé et en hausse des cours du pétrole pesait sur les cours des actions. Cependant, dans la zone euro les données favorables relatives aux bénéfices des entreprises exerçaient un effet modérateur sur l'impact qui découlait de l'évolution des prix pétroliers. A la faveur de sensibles améliorations des résultats des entreprises, les trois indices boursiers ont ensuite poursuivi leur progression jusqu'à la mi-mars.

Toutefois, le renchérissement du pétrole commençait à peser sur les cours, qui ont replongé en avril. Les trois indices boursiers se sont contractés dans un contexte d'incertitude accrue, en dépit d'une baisse continue des rendements obligataires à long terme. Les données relatives au marché du travail américain étaient à nouveau perçues comme décevantes. En outre, la contraction des cours était sans doute liée au réaménagement de portefeuille vers les valeurs refuge[2]. Dans la zone euro, l'effet adverse découlant de la publication de données indiquant une modération de l'activité économique était mitigé par la persistance de la forte rentabilité des entreprises, tandis qu'au Japon l'aggravation des tensions politiques a nui à la progression du Nikkei 225. Les cours se sont ensuite redressés pour amorcer une hausse prolongée, surtout dans la zone euro et au Japon, malgré quelques fluctuations en mai suite à la publication de données macroéconomiques contrastées.

Début juin, les cours boursiers ont poursuivi la progression entamée au mois précédent, une fois encore à la faveur de l'excellente performance des entreprises. Même si la nouvelle flambée des prix pétroliers a temporairement interrompu la tendance haussière des cours à la fin juin, les résultats favorables des entreprises ont largement inversé l'effet du renchérissement des prix pétroliers et de la hausse des rendements obligataires à long terme. Les attaques terroristes à Londres n'ont eu qu'un effet passager sur les marchés financiers. Si au mois d'août les cours se sont légèrement repliés suite au renchérissement considérable du pétrole, le Nikkei 225 a enregistré quelques gains importants suite au regain d'optimisme des investisseurs; les signaux positifs relatifs à l'activité économique au Japon ont contribué à la bonne performance de l'indice japonais, qui a progressé dans un climat pourtant caractérisé par des tensions politiques accrues.

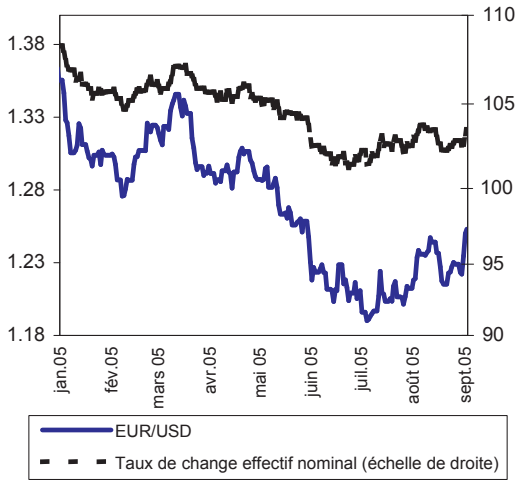
1.1.5 Le taux de change de l'euro

Depuis le début de l'année, l'euro s'est déprécié de 7,77% par rapport au dollar américain, pour s'établir à 1,2501 à la date du 1er septembre 2005. Néanmoins, l'euro reste proche de sa moyenne de 2004, car il s'était fortement apprécié vers la fin de l'année écoulée. Si l'évolution des taux directeurs et des rendements obligataires a généralement joué en faveur d'une appréciation de la devise américaine, celle-ci s'est inscrite en baisse depuis juillet 2005.

Le taux de change effectif nominal[3] a baissé de 5,09% entre début janvier et début septembre 2005. Bien que ce recul reflète largement les développements du taux de change bilatéral de l'euro face au dollar, il masque néanmoins une évolution nettement moins homogène face aux autres devises incluses dans le panier de référence.

Graphique 8

Les taux de change de l'euro



Source: Bloomberg BCE

Début janvier 2005, l'euro s'est replié face au dollar suite à la publication d'un compte-rendu de la réunion du Comité fédéral d'*open market* qui alimentait des craintes quant aux perspectives d'inflation aux Etats-Unis. La dépréciation de l'euro par rapport au dollar continuait jusqu'à la mi-février, sur base d'inquiétudes en déclin concernant les déficits structurels aux Etats-Unis. Ces craintes ont ensuite repris de la vigueur, tandis que diverses spéculations ont émergé quant à une éventuelle diversification des portefeuilles de réserves de change par plusieurs banques centrales asiatiques. Ces deux évolutions ont pénalisé le dollar entre la mi-février et la mi-mars. Dans la deuxième quinzaine du mois de mars, l'euro s'est à nouveau inscrit en baisse, sous l'influence d'un différentiel croissant entre les taux directeurs de la zone euro et des Etats-Unis.

Tout comme le taux de change de l'euro face au dollar, le taux de change effectif nominal s'est inscrit en baisse à partir de janvier 2005. Au cours du premier trimestre, ce dernier s'est déprécié de quelque 2,7%. L'euro s'est

2 *Il s'agit d'un glissement vers les obligations du secteur public au détriment des actions et des obligations du secteur privé.*

3 *Il s'agit du taux de change de l'euro par rapport aux devises des vingt-trois principaux partenaires commerciaux de la zone euro.*

donc non seulement déprécié par rapport au dollar et aux monnaies asiatiques ancrées à ce dernier, mais aussi face à plusieurs autres devises principales dont la livre sterling.

A partir de fin mars, l'euro a varié dans une fourchette assez étroite par rapport au dollar américain, malgré quelques fluctuations liées aux perspectives de croissance jugées peu favorables d'abord aux Etats-Unis et ensuite dans la zone euro. Néanmoins, la dépréciation de l'euro s'est accentuée au cours du deuxième trimestre. Dans le contexte d'une nouvelle hausse des taux directeurs aux Etats-Unis et de nouvelles données indiquant une baisse du déficit commercial américain en mai, la dépréciation de l'euro a été renforcée par les sentiments négatifs relatifs aux référendums en France et aux Pays-Bas. Le différentiel croissant des rendements obligataires à long terme lié à la hausse continue des taux directeurs aux Etats-Unis a contribué à l'appréciation du dollar; le 4 juillet 2005, l'euro s'est établi à 1,1902 USD, son niveau le plus bas au cours de la période sous revue.

Quant à l'évolution du taux de change effectif nominal au deuxième trimestre de l'année en cours, elle a en règle générale suivi l'évolution du taux euro-dollar. Néanmoins, au cours du trimestre, l'euro s'est aussi replié face au yen et à la livre sterling, ainsi que face à quelques devises asiatiques ancrées au dollar et à certaines devises des nouveaux Etats membres de l'Union Européenne.

En juillet, l'euro a entamé une nouvelle période d'appréciation prolongée face à la devise américaine, en partie suite à la réapparition des craintes relatives au déficit du compte courant américain. Malgré l'écart croissant entre les rendements obligataires à long terme en faveur du dollar et l'amélioration des perspectives relatives à l'évolution de l'activité économique, qui fut d'ailleurs renforcée par le discours de M. Greenspan sur l'état de l'économie américaine, l'euro s'est inscrit en hausse en juillet. La décision de la Chine d'introduire plus de flexibilité dans son régime de change n'a exercé qu'un effet passager sur les cours. Début août, la hausse des taux directeurs américains a quelque peu freiné la dépréciation du dollar. Cependant, dans la deuxième moitié du mois, l'euro s'est à nouveau replié pour s'approcher de sa moyenne de 2004.

Entre début août et début septembre, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est apprécié de 0,21%. Au cours de cette période, l'euro s'est apprécié face à plusieurs devises autres que le dollar, dont la livre sterling et le yen japonais.

Il convient de rappeler que depuis l'élargissement du 1er mai 2004, les devises de six nouveaux Etats membres ont adhéré au Mécanisme de change européen II (MCE II). Le 28 juin 2004, l'Estonie, la Lituanie et la Slovénie ont rejoint le MCE II. Les cours pivots vis-à-vis de l'euro ont été fixés à EUR/EEK 15,6466 pour la couronne estonienne, EUR/LTL 3,45280 pour le litas lituanien et EUR/SIT 239,640 pour le tolar slovène. La couronne estonienne et le litas lituanien sont restés pratiquement inchangés tout au long de la période sous revue, tandis que le tolar slovène n'a évolué que dans une fourchette très étroite tout en s'appréciant légèrement contre l'euro. Le 2 mai 2005, Chypre, la Lettonie et Malte ont également intégré le MCE II. Les cours pivots de ces monnaies par rapport à l'euro ont été arrêtés à EUR/CYP 0,585274 pour la livre chypriote, EUR/LVL 0,702804 pour le lats letton et EUR/MTL 0,429300 pour la lire maltaise. Si la livre chypriote s'est appréciée au cours du mois de mai, elle s'est ensuite stabilisée; la lire maltaise et le lats letton sont demeurés quasiment inchangés.

1.1.6 L'évolution des prix à la consommation

L'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH a atteint 2,1% en juin et 2,2% en juillet 2005, après être ressortie à 2,0% en mai. Ce rythme plus soutenu de l'inflation annuelle résulte essentiellement de la hausse sensible des cours du pétrole exprimés en dollars et de la dépréciation du taux de change de l'euro face au dollar. Le rythme de progression annuel des prix de l'énergie s'est en effet établi à quelque 11,8% en juillet 2005, contre respectivement 6,9% en mai et 9,4% en juin.

La progression annuelle des prix des produits alimentaires non transformés a fléchi au cours des derniers mois pour s'établir à 0,3% en juillet.

Le taux de variation annuel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés a été assez modéré, revenant de 1,6% en mai à 1,4% en juin et juillet 2005, ce qui a quelque peu atténué les pressions inflationnistes. Les prix des produits manufacturés hors énergie exprimés en glissement annuel ont d'ailleurs été stables en juillet.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH s'est établie à 2,1% en août 2005. Bien que la ventilation détaillée ne soit pas disponible actuellement, il est fort probable que le rythme annuel de croissance des prix de l'énergie ait augmenté, sous l'effet de la récente hausse des cours pétroliers.

Tableau 1 ***Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (variations annuelles en pourcentage)***

	2002	2003	2004	2004 juil.	2004 août	2004 sept.	2004 oct.	2004 nov.	2004 déc.	2005 janv.	2005 fév.	2005 mars	2005 avril.	2005 mai	2005 juin	2005 juil.	2005 août
IPCH global	2,3	2,1	2,1	2,3	2,3	2,1	2,4	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,1
dont:																	
Biens	1,7	1,8	1,8	2,1	2,1	1,8	2,2	2,0	2,0	1,6	1,8	1,9	2,1	1,6	1,9	2,1	
Alimentation	3,1	2,8	2,3	2,6	2,1	1,4	1,2	1,0	2,0	1,5	1,9	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	
- Produits alimentaires non transformés	3,1	2,1	0,6	0,7	-0,2	-1,5	-1,2	-1,0	0,0	-0,6	0,7	1,3	0,8	1,0	0,6	0,3	
- Produits alimentaires transformés	3,1	3,3	3,4	3,8	3,6	3,3	2,8	2,3	3,2	2,8	2,6	1,6	1,7	1,5	1,5	1,6	
Produits manufacturés	1,0	1,2	1,6	1,8	2,1	2,0	2,7	2,5	2,0	1,7	1,8	2,2	2,4	1,8	2,2	2,6	
- Produits manufacturés hors énergie	1,5	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	0,4	0,3	0,4	0,3	0,0	
- Energie	-0,6	3,0	4,5	5,9	6,5	6,4	9,8	8,7	6,9	6,2	7,7	8,8	10,2	6,9	9,4	11,8	
Services	3,1	2,5	2,6	2,7	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	2,5	2,2	2,5	2,2	2,3	
IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés	2,5	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	1,9	2,1	1,8	1,6	1,6	1,4	1,6	1,4	1,4	

Source: Eurostat

Les récentes projections établies par les services de la BCE indiquent que la progression moyenne de l'IPCH s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,3% en 2005, pour se situer entre 1,4% et 2,4% en 2006. Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosystème publiées en juin 2005, les intervalles de projection pour l'inflation ont été revus fortement à la hausse en raison de la hausse des cours du pétrole. Ces projections en matière de prix reflètent également l'hypothèse d'une persistance de la modération salariale. Dans l'ensemble, le Conseil des gouverneurs de la BCE ne voit toujours pas de signes indiquant clairement un renforcement des tensions inflationnistes sous-jacentes d'origine interne dans la zone euro.

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

Après avoir ralenti tout au long de l'année 2004, la croissance trimestrielle du PIB a connu un léger sursaut au premier trimestre de 2005 (0,4%) qui a été suivi d'un essoufflement au cours du deuxième trimestre (0,3%).

Comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses, la composition de la croissance du PIB au deuxième trimestre 2005 dresse un tableau mitigé. A l'image de la conjoncture relativement favorable à l'extérieur de la zone euro, les composantes les plus dynamiques demeurent les exportations et les importations (2,1% en glissement trimestriel pour chacune de ces composantes). Leurs contributions à la croissance du PIB de respectivement +0,8pp et -0,8pp se sont en revanche neutralisées. La progression du PIB s'explique alors intégralement par celle de la demande domestique, mais ce sont les variations de stocks qui contribuent pour environs deux-tiers à cette croissance. La consommation finale des ménages a même diminué de 0,1% et, les investissements n'ont progressé que faiblement (+0,2%) en partie sous l'effet de la hausse des cours du pétrole.

Dans une optique prospective, le scénario de base d'une amélioration conjoncturelle n'a en revanche pas fondamentalement changé, en dépit du «trou d'air» qui a affecté l'activité économique de la zone euro au cours du second trimestre de 2005. Dans ses prévisions à court terme, la Commission Européenne table notamment sur une accélération de la croissance du PIB au deuxième semestre de l'année (voir graphique).

Les dernières projections d'été de la Banque centrale européenne, datant de début septembre, s'inscrivent également dans ce schéma de redémarrage progressif de la croissance, tout en étant en retrait par rapport à l'exercice de projections précédent. En effet, les intervalles relatifs à la progression annuelle du PIB sur l'horizon couvert par les projections ont été rabaissés, s'établissant désormais dans des fourchettes de 1,0% et 1,6% pour 2005 et de 1,3% et 2,3% pour 2006. Ce moindre dynamisme, par rapport aux projections de juin, s'explique avant tout par de légères révisions des séries historiques ainsi que de l'impact de la hausse du prix du pétrole sur l'activité économique. Parmi les composantes de la demande domestique, la croissance

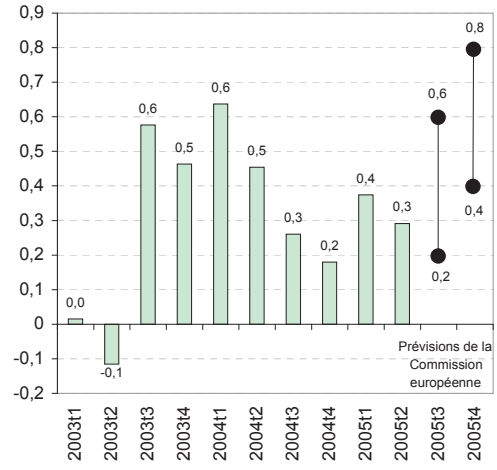
annuelle de la consommation privée devrait progresser graduellement en 2005 et 2006 à la faveur d'une croissance du revenu disponible réel dans le sillage d'une hausse plus soutenue de l'emploi. En revanche, l'accélération demeure fort modeste, et en retrait par rapport aux projections précédentes, en raison des retombées négatives de la hausse du prix du pétrole sur le revenu disponible des ménages. De même, dans un climat d'incertitudes et de préoccupations en ce qui concerne la soutenabilité à long terme des régimes de soins de santé et de pensions, le comportement attentiste des ménages ne favorise guère un dynamisme plus important de la consommation privée.

La progression annuelle de la consommation publique devrait, quant à elle, demeurer modérée, tandis que la croissance annuelle de la formation brute de capital fixe devrait se situer entre 0,4% et 2,0% pour ensuite s'accélérer en 2006 sous l'influence notamment de conditions de financement favorables et d'un niveau élevé des profits des entreprises.

La croissance des exportations et des importations devrait décélérer dans le courant de 2005, pour progresser davantage par la suite. Les exportations bénéficieraient notamment des effets de la demande externe revigorée, quoi qu'en retrait par rapport à l'année 2004. La progression des importations suivrait un sentier largement parallèle, de sorte que les exportations nettes ne dégageraient qu'une faible contribution à la croissance du PIB au cours de la période de projections sous revue.

Graphique 9

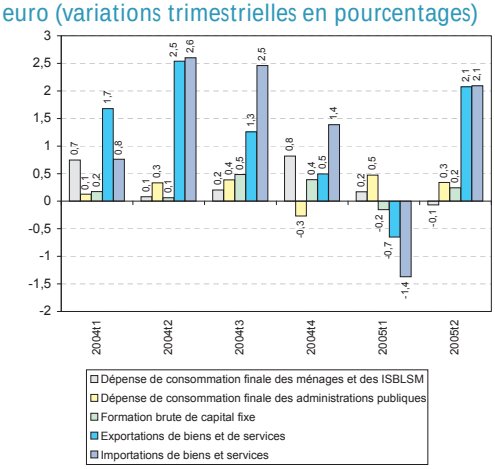
Évolution du PIB de la zone euro (variations trimestrielles en pourcentages)



Source: Eurostat, Commission Européenne

Graphique 10

Évolution des agrégats constitutifs du PIB de la zone euro (variations trimestrielles en pourcentages)



Source: Eurostat

Tableau 2 **Projections macroéconomiques pour la zone euro** *(variations annuelles en pourcentages)*

	2004	2005	2006
PIB réel	1,8	1,0 – 1,6	1,3 – 2,3
Consommation privée	1,3	1,1 – 1,5	0,7 – 1,9
Consommation publique	1,4	0,6 – 1,6	1,1 – 2,1
Formation brute de capital fixe	1,4	0,4 – 2,0	1,3 – 4,5
Exportations de biens et de services	5,9	2,4 – 5,2	4,6 – 7,8
Importations de biens et de services	6,1	2,2 – 5,2	4,3 – 7,7

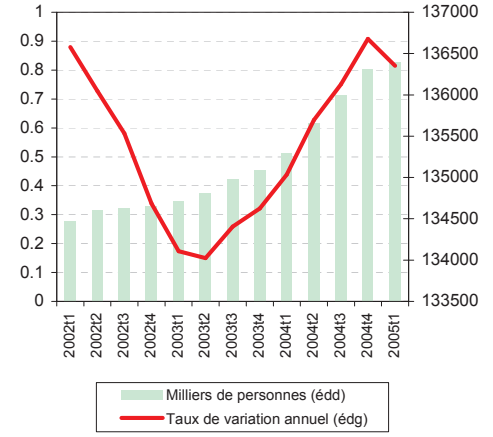
Source: BCE

La situation sur le marché de l'emploi s'est cristallisée dans la zone euro au cours du premier semestre 2005. Après être restée largement inchangée en 2003, la croissance annuelle de l'emploi est redevenue modérément positive dans le courant de 2004. Les données disponibles pour le premier trimestre de 2005 indiquent que l'emploi a progressé à un rythme quasiment comparable (0,2% en glissement trimestriel) à celui qui a été observé durant le dernier semestre de 2004. Au cours du trimestre sous revue, l'emploi a reculé dans le secteur industriel, mais a augmenté dans celui des services. Cette divergence sectorielle semble liée à un déphasage des rythmes d'activité économique dans ces secteurs, mais elle met également en lumière des évolutions structurelles plus générales observées au cours des dernières années. Les données d'enquêtes relatives à l'évolution de l'emploi au sein de la zone euro laissent augurer une poursuite de la stabilisation de la croissance de l'emploi au cours du second trimestre de 2005.

Le taux de chômage est demeuré globalement stable au cours des sept premiers mois de 2005 dans la zone euro, pour s'établir à 8,6% en juillet. La progression de l'emploi a recommencé à s'affermir après plusieurs années d'atonie, et devrait encore se consolider au cours du second semestre de 2005. Les perspectives sur le marché de l'emploi et, en particulier, sur le front du chômage risquent cependant de demeurer empreintes des séquelles du ralentissement de l'activité et de la poursuite de la maîtrise des coûts requise afin d'assurer la compétitivité.

Graphique 11

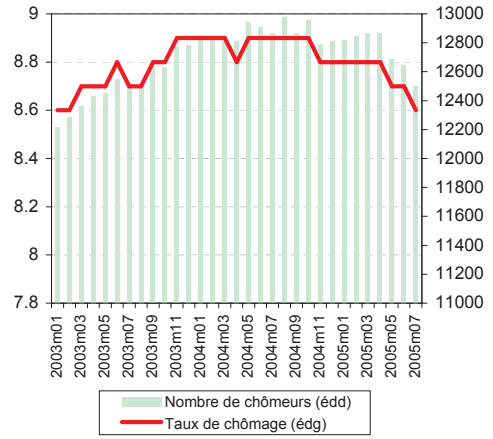
Variation annuelle et niveau de l'emploi total (milliers de personnes) (à l'erreur d'arrondi près)



Source: Eurostat

Graphique 12

Nombre de chômeurs (milliers de personnes) et taux de chômage standardisé[4] pour la zone euro (en % de la population active)



Source: Eurostat

4 *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 sont incluses dans le calcul du taux de chômage.*

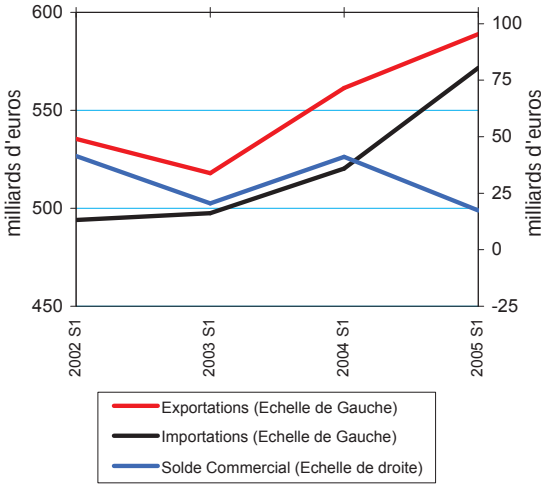
1.1.8 Le commerce extérieur

L'excédent du commerce extérieur de la zone euro s'est nettement contracté en atteignant 17 milliards d'euros au premier semestre de 2005 contre 41 milliards au même semestre de 2004. Cette détérioration s'explique par la forte croissance des importations qui, sous l'effet du renchérissement du pétrole, se sont accrues de 9,9%, atteignant de la sorte 571,6 milliards d'euros au premier semestre 2005 contre 520 milliards d'euros au même semestre de l'année 2004. Les exportations de la zone euro ont certes enregistré une croissance soutenue (4,9% à 589 milliards d'euros au premier semestre 2005), mais elle a été largement en deçà de la progression des importations. En termes réels, la hausse des importations a aussi été largement supérieure à celle des exportations, puisque l'indice des volumes importés a augmenté de 3,9% en moyenne au premier semestre 2005 contre 2,6% pour les exportations. Il en est de même de l'évolution des prix relatifs, qui montre une détérioration des termes de l'échange. Les prix à l'importation ont augmenté de 5,8% en moyenne contre 1,8% pour les prix à l'exportation.

L'évolution des données corrigées des variations saisonnières (cvs) montre qu'au premier semestre 2005 la moyenne mensuelle (4,4 milliards d'euros) de l'excédent commercial de la zone euro est deux fois moindre que le niveau correspondant enregistré au cours du même semestre 2004 (8,8 milliards d'euros). L'excédent mensuel moyen du premier semestre 2005 est toutefois en hausse par rapport au dernier semestre de 2004, où il s'élevait à 3,9 milliards d'euros. La contraction de l'excédent commercial par rapport à son niveau du premier semestre de 2004, est associée à la détérioration des termes de l'échange consécutive à la hausse prononcée des prix du pétrole et des matières premières.

Graphique 13

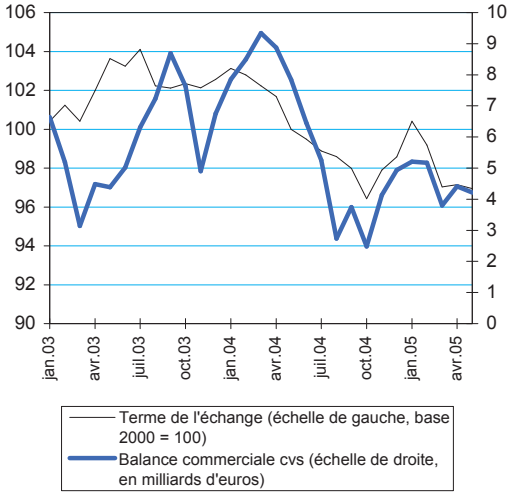
Evolution semestrielle du commerce extérieur de la zone euro (données brutes)



Source: EUROSTAT

Graphique 14

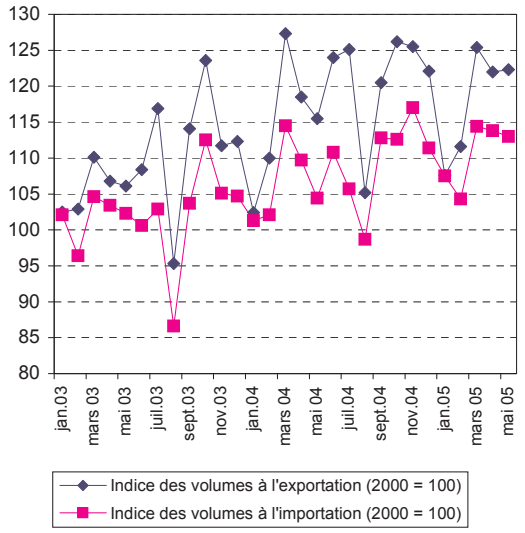
Evolutions mensuelles des termes de l'échange et du surplus commercial de la zone euro (données corrigées des variations saisonnières, cvs)



Source: EUROSTAT

Graphique 15

Evolution en volumes du commerce extérieur de la zone euro



Source: EUROSTAT

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que la zone euro a réalisé l'excédent le plus important dans le domaine des machines et véhicules (64,4 milliards d'euros au premier semestre de 2005, soit une légère baisse de 0,2%). Le surplus dégagé sur les produits chimiques et connexes (près de 33 milliards) s'est aussi contracté (-3,5%) tandis que l'excédent sur les produits manufacturés (14,7 milliards d'euros) a fortement chuté (-17,2%). Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde négatif, les combustibles minéraux et lubrifiants (pétrole essentiellement) ont vu leur déficit grimper de 40% à 84 milliards d'euros au premier semestre 2005. De même, le déficit dans les matières premières (13 milliards) s'est alourdi.

En ce qui concerne les évolutions du commerce selon les principaux partenaires de la zone euro, l'excédent vis-à-vis des Etats-Unis est resté stable (28 milliards d'euros au premier semestre de 2005), tandis que celui vis-à-vis du Royaume-Uni a baissé de 13% (27,7 milliards d'euros). Par contre, les surplus vis-à-vis de la Suisse (6,7 milliards d'euros) et vis-à-vis des pays d'Europe Centrale et de l'Est (nouveaux membres de l'UE exclus) se sont améliorés de près de 10%. Sur tout le premier semestre 2005, les déficits commerciaux les plus lourds enregistrés par la zone euro ont concerné les échanges avec la Chine (+48% à 32 milliards d'euros), le Japon (9,9 milliards) et les pays producteurs de pétrole. Pour ces derniers, le déficit vis-à-vis de la Russie a été le plus lourd en termes absolus (+55% à 15 milliards d'euros), suivi par le déficit avec les pays membres de l'OPEP (+189% à 11 milliards d'euros) et la Norvège (9 milliards d'euro).

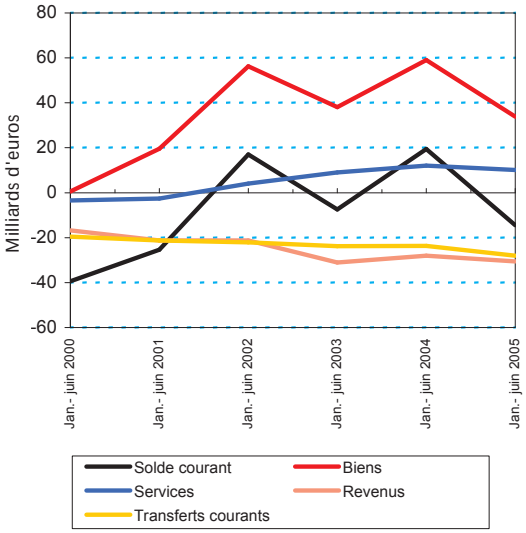
1.1.9 La balance des paiements

1.1.9.1 Le compte des transactions courantes

La balance courante de la zone euro s'est soldée par un déficit de 14,5 milliards au premier semestre de 2005 alors qu'elle avait dégagé un excédent de 19,5 milliards au même semestre de 2004. Cette sensible détérioration du solde courant s'explique essentiellement par la forte baisse de l'excédent des biens et services, qui est passé de 71 milliards d'euros au premier semestre 2004 à 44 milliards au même semestre de 2005. Sous l'effet notamment du renchérissement du prix du pétrole, les importations de marchandises ont réalisé en valeur une progression plus importante que celle des exportations, provoquant ainsi une chute de 43% de l'excédent des marchandises. Le compte courant de la zone euro a en outre souffert des évolutions défavorables au niveau de la balance des revenus et des transferts courants, dont les déficits respectifs se sont alourdis.

Graphique 16

Evolution des soldes du compte courant de la zone euro



Source: BCE

1.1.9.2 Le compte financier

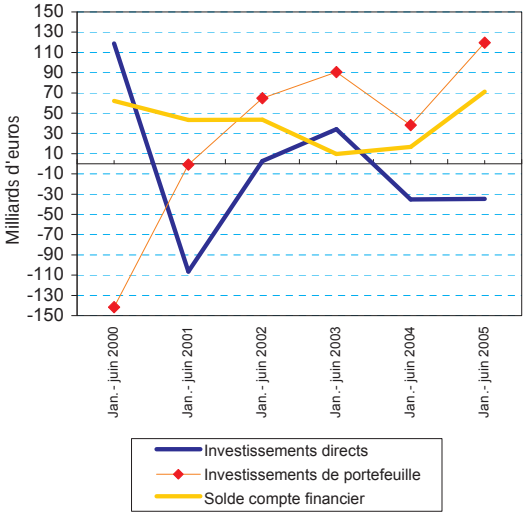
Les flux du compte financier de la zone euro ont enregistré une importation nette de capitaux de 71 milliards d'euros au premier semestre 2005 contre 16 milliards au même semestre de 2004. Ces entrées de capitaux ont été occasionnées essentiellement par les investissements de portefeuille, sous l'effet d'une hausse, à concurrence de 120 milliards d'euros, des achats nets des titres de la zone euro par les non-résidents. Cet engouement des non-résidents pour les titres de la zone euro s'explique probablement par des performances relativement meilleures, en termes de rendements offerts par les marchés boursiers et obligataires de la zone euro (Cfr. Sections 1.1.3 et 1.1.4 ci-dessus).

Les investissements directs et les autres investissements ont par contre enregistré des sorties nettes qui ont partiellement compensé les entrées d'investissements de portefeuille. Profitant de meilleures perspectives de croissance économique dans les autres régions du Monde (par rapport à la zone euro) les entreprises de la zone euro ont investi massivement à l'étranger (65 milliards d'euros au premier semestre 2005 contre 56 milliards au même semestre de 2004). Ces investissements se sont en grande partie matérialisés par des participations au capital social[5] des entreprises étrangères même si les prêts entre affiliés ont aussi augmenté. Toutefois, les non-résidents ont également augmenté leurs investissements dans les filiales situées dans la zone euro (30 milliards d'euros au premier semestre 2004 contre 21 milliards d'euros au même semestre de 2004). De ce fait, les sorties nettes d'investissements directs ont atteint 34,6 milliards d'euros au premier semestre 2005.

Sur l'ensemble du premier semestre 2005, les sorties nettes d'autres investissements (18,5 milliards d'euros) ont impliqué les administrations publiques (7,5 milliards) et les autres secteurs, qui ont accru leurs créances envers les non-résidents.

Graphique 17

Evolutions du compte financier



Source: BCE

5 *Bénéfices réinvestis compris.*

1.2 La situation économique au niveau de la Grande Région

Le présent survol de l'évolution conjoncturelle au sein de la Grande Région, qui se compose de la Lorraine, de la Rhénanie-Palatinat, de la Sarre, de la Wallonie et du Luxembourg, constitue une mise à jour de contributions parues dans les Bulletins 2002/1, 2003/1 et 2004/2 de la BCL. L'examen de la situation conjoncturelle dans la Grande Région revêt une importance particulière du fait du considérable degré d'ouverture de l'économie luxembourgeoise, en particulier envers les régions limitrophes. A noter que la situation économique au Luxembourg est décrite séparément au point suivant du présent Bulletin.

En **Lorraine**[6], l'activité économique s'est accélérée en 2004, alors que l'emploi salarié a reculé de 0,8%. Ce chiffre masque des évolutions contrastées dans les différents secteurs de l'économie lorraine. En effet, les effectifs ont progressé de 1,7% dans les activités de services, tandis qu'ils ont reculé dans l'industrie (- 3,4%), la construction et le commerce (- 0,2%).

Les exportations lorraines, plus dynamiques que celles de l'ensemble de la France, ont surtout profité de la reprise enregistrée sur les marchés hors Union européenne. La contribution de l'industrie automobile à la croissance a été particulièrement positive, comme en témoigne une croissance de 12,4% du chiffre d'affaires de ce secteur. Les industries intermédiaires et des biens d'équipements ont également participé à la reprise avec des chiffres d'affaires en hausse de respectivement 7,7% et 3,2%. Malgré la reprise enregistrée au cours de l'année sous revue, l'emploi a continué à diminuer dans l'industrie à l'exception de l'industrie automobile qui a continué à créer des emplois. Selon l'INSEE, les perspectives d'évolution de l'activité industrielle pour l'année 2005 sont positives. Les biens intermédiaires et les biens d'équipement connaîtraient une croissance dynamique, alors que l'agroalimentaire et les biens de consommation se rétabliraient. Cependant, l'activité de l'importante industrie automobile resterait inférieure à celle enregistrée en 2004. La progression de la productivité ne soutiendrait pas la croissance de l'emploi industriel. En effet, les résultats de l'enquête menée par la Banque de France auprès des chefs d'entreprise[7] indiquent un recul de l'emploi de 3% pour 2005 dans l'industrie.

L'année 2004 a été particulièrement favorable à la construction lorraine. En effet, le nombre de logements commencés en 2004 a affiché une croissance annuelle de 17% en raison de la forte progression du nombre des logements mis en chantier dans le collectif (+36%), tandis que le nombre de logements individuels n'a connu qu'une augmentation relativement modeste, de 4% par rapport à l'année précédente. La forte progression des autorisations de construire présage favorablement de l'activité dans la construction en 2005, tandis que l'enquête menée par la Banque de France indique que les chefs d'entreprise anticipent une baisse de l'emploi de 1% dans ce secteur.

La croissance du PIB de **Rhénanie-Palatinat**[8] s'est établie à 2% en 2004, soit le taux le plus élevé depuis 2000, après 0,2% en 2003. La reprise a été largement tirée par l'activité dans l'industrie. La valeur ajoutée brute réelle des industries manufacturières a progressé de 4,5% en 2004 par rapport à 2003, grâce en particulier à la vigueur des exportations. Les services ont également apporté une contribution positive à la croissance économique, en raison notamment de la bonne performance des sous-secteurs commerce, transport, finances, location et services aux entreprises.

La situation sur le marché du travail est restée tendue en Rhénanie-Palatinat, malgré la reprise conjoncturelle et une certaine incidence positive de la réorientation de la politique de l'emploi. Ainsi, le taux de chômage a augmenté de 0,5 point de pourcentage pour ressortir à 8,1%. L'emploi a pourtant progressée de 0,6% en glissement annuel, alors que des pertes d'emploi de respectivement -0,3 et -0,6% étaient survenues en 2002 et 2003. A noter que l'emploi industriel a continué à diminuer au cours de l'année sous revue (- 2,3% en rythme annuel).

L'importance relative du secteur de la construction dans l'emploi s'est affaiblie davantage au cours de l'année 2004. Les heures travaillées dans la construction ont diminué de 8,6%, alors que le nombre des entreprises a reculé de 7,1% et que l'emploi a fléchi de 8,9%.

Le chiffre d'affaires a été quasiment stable en 2004 (+0,2%) dans la construction. Les perspectives d'évolution de l'activité au niveau de la construction restent assez défavorables, et ce en raison d'un fléchissement sensible des nouvelles commandes reçues (- 11,9% en termes annuels).

6 *Les commentaires relatifs à la Lorraine sont essentiellement basés sur des données et publications de l"Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE), plus particulièrement sur le document intitulé «Economie Lorraine – Dossier numéro 22- Bilan».*

7 *Banque de France – Lorraine: «Le comportement des entreprises lorraines – Bilan 2004 et perspectives 2005», présentation du 3 mars 2005.*

8 *Les commentaires relatifs à la Rhénanie-Palatinat sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Rhénanie-Palatinat (Statistisches Landesamt Rheinland-Pfalz), plus particulièrement sur le cahier statistique mensuel 04/2005.*

La hausse des prix à la consommation en Rhénanie-Palatinat, a atteint une moyenne de 1,6% en 2004, soit 0,5 point de pourcentage de plus que l'année précédente.

En 2004, on a observé une reprise de l'activité économique en **Sarre**[9]. La croissance du PIB en volume sarrois s'est en effet établie à 1,9% en 2004, après un recul de 0,8% en 2003. La reprise s'est surtout manifestée dans l'industrie, compensant ainsi dans une large mesure le fléchissement de la demande enregistré l'année précédente. Les éléments moteurs de la croissance économique ont été le secteur automobile et la sidérurgie. Le chiffre d'affaires de l'industrie manufacturière sarroise a progressé de 14% au cours de l'année sous revue. L'évolution dans la construction sarroise, à l'image de celle de la Rhénanie-Palatinat, est demeurée peu favorable en 2004. Le nombre d'entreprises actives dans ce secteur, l'emploi, la somme des salaires, le nombre des heures travaillées ainsi que le chiffre d'affaires sont tous en recul par rapport à l'année précédente.

Après avoir reculé au cours des deux années précédentes, l'emploi a augmenté de 0,4% en Sarre sur l'ensemble de 2004. Alors qu'il a enregistré une progression de quelque 1,3% dans le secteur des services au cours de l'année sous revue, l'emploi a continué à diminuer dans l'industrie (-1,8%) et la construction (-1,9%).

Le taux d'inflation annuel moyen sarrois, mesuré par la variation de l'indice des prix à la consommation, s'est élevé à 1,7% en 2004, soit 0,7 point de pourcentage de plus qu'en 2003. La hausse du taux moyen d'inflation en 2004 s'explique par les incidences haussières des prix de l'énergie et des soins de santé. À la fin de l'année, le taux de chômage s'établissait à 10,3%, en retrait de 0,3 point de pourcentage par rapport à décembre 2003.

En 2004, une reprise économique a été observée en **Wallonie**[10] après trois années de faible croissance. Selon les résultats des enquêtes d'opinion auprès des industriels, la Wallonie devrait avoir enregistré une croissance de 2,6%, contre 1,0% en 2003. Des signes de plus en plus nombreux indiquaient une reprise de l'activité économique dans l'industrie ainsi que dans tous les secteurs plus tournés vers la demande intérieure. En effet, les résultats mensuels des enquêtes auprès des commerçants wallons ont mis en exergue un optimisme grandissant au cours de l'année 2004. Simultanément, les résultats de l'enquête réalisée par la BNB auprès des ménages wallons font apparaître une forte amélioration de la confiance des ménages wallons. Le niveau de la production industrielle hors construction a connu une évolution favorable au cours de l'année sous revue, en particulier au cours du second semestre, le glissement annuel s'accélérant progressivement pour passer de 0,2% au premier trimestre à 7,8% au dernier trimestre de 2004. Cette forte progression de l'activité industrielle en fin d'année est surtout liée à la bonne performance de la branche des biens intermédiaires et à une stabilisation de l'activité des biens de consommation au niveau élevé observé fin 2003. Dans ce contexte favorable, les investissements en Wallonie ont également suivi une trajectoire ascendante au cours de l'année 2004, pour enregistrer une croissance moyenne de 4,2%, après deux années consécutives de baisse. Le rythme de progression du chiffre d'affaires dans le commerce de détail et des immatriculations de voitures neuves témoigne de l'évolution favorable de la consommation privée en 2004. Cependant, les exportations wallonnes ont été assez sensibles au ralentissement de la croissance observé dans la zone euro au cours du deuxième semestre. Le taux de croissance annuel de ces exportations est en effet passé de 4,8% au premier trimestre 2004 à 1,6% au troisième trimestre.

Pour l'année 2005, les résultats des enquêtes de conjoncture montrent une détérioration plus affirmée de l'opinion des industriels en Wallonie, surtout concernant l'évolution du rythme de production, le niveau des carnets de commandes intérieures et l'évolution de la demande à trois mois dans la branche des biens de consommation. Ainsi, selon l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique, la croissance économique wallonne ne devrait pas dépasser 1,3% en 2005.

9 *Les commentaires relatifs à la Sarre sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Sarre (Statistisches Landesamt Saarland).*

10 *Les commentaires relatifs à la Wallonie sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique.*

1.3 La situation économique au Luxembourg

1.3.1 L'évolution des prix et des coûts

1.3.1.1 Les prix à la consommation et projection d'inflation

L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a progressé en juillet pour s'établir à 2,6%, après avoir fléchi de 2,5% en avril à respectivement 2,4% et 2,2% en mai et juin.

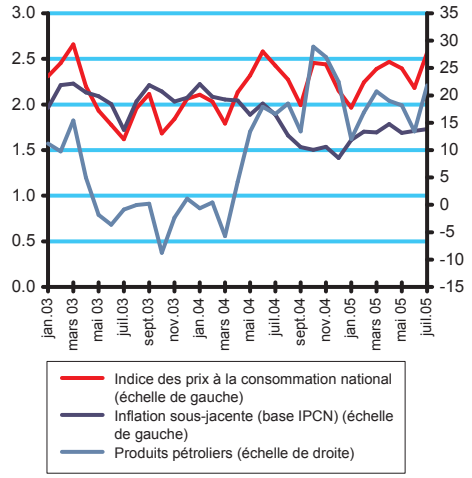
Les cours du pétrole ont constitué le principal facteur inflationniste au cours des derniers mois. En effet, le rythme de variation annuel des prix des produits pétroliers a fluctué entre 13,4% et 21,8% au cours de la période allant d'avril à juillet 2005. L'évolution des prix des produits pétroliers enregistrée en juillet 2005 constitue en outre la cinquième hausse mensuelle enregistrée depuis le début de l'année.

L'inflation sous-jacente[11] est quant à elle demeurée relativement stable au cours de la période allant d'avril à juillet 2005, avec des taux annuels compris entre 1,7 et 1,8% dans le sillage d'une légère accélération début 2005.

La hausse des prix des services est pourtant toujours assez soutenue avec 2,7% en juillet 2005, contre respectivement 2,3 et 2,5% en mai et juin. La contribution de cette composante à l'inflation globale demeure de ce fait importante, avec quelque 0,9 point de pourcentage. A noter que l'indexation automatique des salaires d'octobre 2005 exercera une pression à la hausse sur les prix des services.

Graphique 18

Inflation et produits pétroliers (taux de variation annuel)

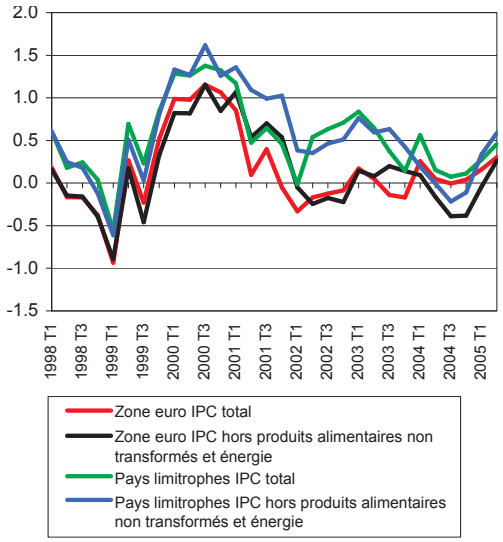


Source: STATEC

Les différentiels d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et aux pays limitrophes se sont détériorés depuis fin 2004 en ce qui concerne à la fois l'IPC total et l'IPC hors produits alimentaires non transformés et énergie. Cette détérioration résulterait essentiellement du recul des tensions inflationnistes sous-jacentes au sein de la zone euro et dans nos pays limitrophes.

Graphique 19

Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)



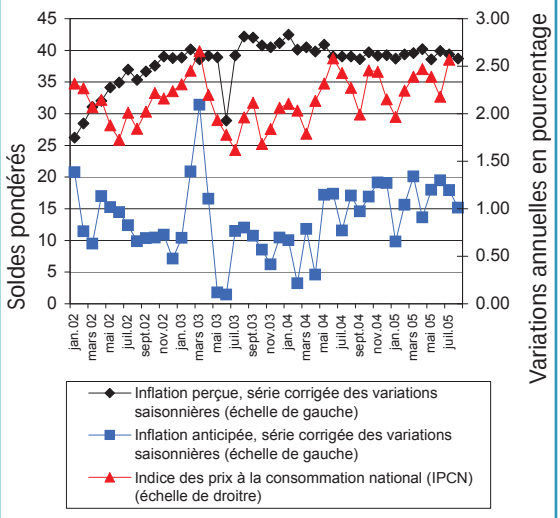
Source: Statec, Eurostat, calculs BCL

Les variables qualitatives relatives aux prix à la consommation recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs témoignent d'une remarquable stabilité de l'inflation perçue, alors que l'inflation mesurée a reflété les fluctuations des cours du pétrole. Aucune tendance claire ne s'est dégagée de l'évolution des anticipations des consommateurs relatives aux prix. Ces résultats sont illustrés par le graphique qui suit.

11 *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 20

Inflation perçue, anticipée et observée



Source: BCL et STATEC

Prévisions d'inflation

Hypothèses

Fin août, l'euro cotait aux environs de 1,22 USD/EUR, soit un niveau légèrement inférieur aux prévisions antérieures datant de juin 2005[12]. Le prix du brent en dollar s'est quant à lui établi simultanément autour de 60 $/bl et les marchés à terme anticipent une convergence graduelle vers 63 $/bl en janvier 2006 – soit un niveau nettement supérieur aux hypothèses de l'exercice de printemps 2005 – suivie d'une stabilisation jusqu'en juin 2006. Le profil des prix à terme a donc changé par rapport aux exercices précédents. En termes techniques, le marché du pétrole est passé d'une situation «backwardation» (pente descendante des prix à terme), profil habituellement observé sur les marchés du pétrole, à une situation «contango» (pente ascendante des prix à terme). En moyenne, la révision à la hausse, par rapport à l'exercice précédent, du prix du pétrole en euros sur la période de prévision (juin 2005 à juin 2006) se chiffre à 26%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3 ***Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation***

	2003	*2004*	*2005*	*05-T1*	*05-T2*	*05-T3*	*05-T4*	*06-T1*	*03-T2*
Prix du pétrole (brent) en $	28,9	38,3	55,3	47,6	51,8	59,6	62,1	63,1	63,0
Taux de change $/€	1,13	1,24	1,25	1,31	1,26	1,22	1,22	1,22	1,22
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-2,8	20,7	43,5	42,1	39,9	43,7	47,4	42,0	25,0

Source: BCL

Dans son budget pour l'année 2005, le gouvernement a introduit 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€/1 000l 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 mise en œuvre en 2004 dans le cadre du budget 2004 (+0,5pp sur l'IPCH, +0,14pp sur l'IPCN).

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les évolutions récentes ont été légèrement plus favorables qu'anticipé. La surestimation provient avant tout d'une évolution relativement favorable du prix du tabac par rapport aux attentes exprimées dans les projections de juin 2005. Le scénario sous-jacent à nos projections précédentes ne nécessite d'ailleurs guère d'adaptations, si ce n'est pour la correction de cette surestimation. Outre ce phénomène, il n'y a en effet pas lieu de signaler de changements particuliers qui auraient exercé un impact significatif sur l'inflation au-delà de ce qui avait déjà été incorporé dans nos projections précédentes. En ce qui concerne l'inflation importée, on note une légère dépréciation de l'euro par rapport au dollar. La reprise économique dans la zone euro étant fort graduelle, l'écart entre la production effective et son niveau potentiel est encore relativement important. Les pressions inflationnistes provenant de nos pays voisins devraient en conséquence également rester limitées. Le risque inflationniste induit par l'évolution des salaires ne s'est également pas renforcé, de sorte qu'il ne devrait pas compromettre le scénario d'une décélération graduelle de l'inflation au sein de la zone euro. Jusqu'à présent, l'évolution du prix du pétrole ne s'est guère répercutée

12 *Voir Rapport Annuel BCL 2004, pp.26-27*

sur les prix à la consommation européens via le canal des salaires. La modération salariale observée dans plusieurs pays de la zone euro, en particulier en Allemagne, constitue même un frein important à l'évolution des prix à la consommation. Au Luxembourg, les effets de second tour associés à la hausse du prix du pétrole et à son maintien à un niveau élevé sont davantage présents, en raison du mécanisme de l'indexation automatique des salaires. Ces effets s'exercent principalement au travers de l'impact des salaires sur les prix des services. Si le récent accord salarial dans la fonction publique, appliqué rétroactivement à partir du 1er janvier 2005, n'exercera sans doute pas un impact inflationniste direct, un risque inflationniste indirect n'est cependant pas à exclure. Cet accord, qui a généralement été perçu comme étant assez généreux, pourrait en effet servir de référence aux négociations salariales du secteur privé.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPCH énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCN énergie une évolution nettement défavorable sur l'horizon de projection. Comparé à l'exercice précédent, les projections ont été fortement révisées à la hausse. Le profil des projections de l'indice énergie a en effet été adapté au profil ascendant des prix à terme du pétrole. Par conséquent, et contrairement aux exercices précédents, l'énergie contribuerait positivement à l'inflation globale sur l'ensemble de l'horizon de prévisions. En 2005, les taux d'inflation seraient de nouveau influencés par la hausse de la fiscalité indirecte sur les carburants, mais dans une moindre mesure qu'en 2004.

En 2005, l'IPCH excluant l'énergie progresserait de l'ordre de 2,4%, ce qui constitue une révision à la baisse par rapport à l'exercice de projection précédent. Cette révision provient des adaptations relatives au prix du tabac. La hausse de l'IPCH hors énergie serait relativement soutenue à l'aune de l'évolution escomptée dans les pays voisins.

Le taux d'inflation tel que mesuré par l'évolution de l'IPCN global s'est récemment accéléré, pour atteindre 2,6% en juillet. Cette tendance s'est d'ailleurs vraisemblablement encore aggravée en août. Selon le scénario sous-jacent, l'inflation annuelle globale devrait culminer au troisième trimestre 2005 en raison du maintien du prix du pétrole à un niveau élevé. L'inflation tendrait par la suite à décélérer, mais ce reflux serait très graduel. Contrairement aux résultats obtenus lors des exercices de projection précédents, l'inflation demeurerait nettement supérieure à 2% sur l'horizon de projection. L'inflation moyenne devrait se stabiliser autour de 2,6% au deuxième semestre 2005 et décélérer à 2,4% au premier semestre 2006.

Tableau 4 ***Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)***

	2003	*2004*	*2005*	*2005-1er sem.*	*2005-2e sem.*	*2006-1er sem.*
IPCN	2,1	2,2	2,4 (0,2)	2,3 (-)	2,6 (0,4)	2,4 (0,7)
IPCH	2,6	3,2	3,7 (0,2)	3,4 (-0,2)	3,9 (0,6)	3,6 (1,0)
IPCH énergie	1,2	11,8	14,2 (4,8)	12,3 (-)	16 (9,1)	12,7 (10,6)
IPCH hors énergie	2,7	2,5	2,4 (-0,4)	2,4 (-0,2)	2,3 (-0,5)	2,3 (-0,3)
Impact des mesures gouvernementales[13] sur l'IPCN, en pp	0,4	0,6	0,4 (-0,1)	-	-	-
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,0	1,5	1,3 (-0,4)	-	-	-

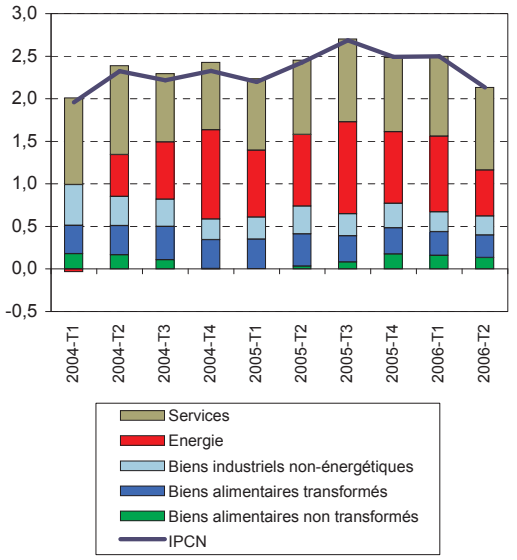
Source: BCL

En raison de la révision à la hausse des prévisions d'inflation, entièrement attribuable à l'évolution, des prix énergétiques, la prochaine indexation automatique des salaires surviendrait plus tôt qu'initialement escompté. Elle est maintenant prévue pour le début du quatrième trimestre 2005.

13 *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 21

Contributions à la croissance de l'IPCN[14]



Source: STATEC, calculs BCL

Décomposition de l'Inflation

La stabilité des prix telle que définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE se réfère à l'indice des prix à la consommation. Cet indicateur de l'inflation exclut les prix des dépenses d'investissement et aussi ceux d'une bonne partie des biens et services qui sont importés ou exportés. D'autres mesures de l'inflation tel que le déflateur du PIB sont plus générales parce qu'elles tiennent compte de l'ensemble des dépenses dans l'économie nationale. Cet encadré fournit un exercice de mesure de l'inflation dans une perspective plus large[15].

L'inflation est une moyenne de l'inflation interne et importée. Ainsi, il est possible de décomposer le déflateur de la demande finale en ses composantes interne et importée:

Demande finale = C+I+G+X = (C+I+G+X-M) + M = PIB + M

notant par *C* la consommation privée, par I les investissements, par *G* la consommation publique et par *X-M* les exportations nettes des importations. Par conséquent, les contributions respectives du déflateur du PIB et du déflateur des importations à l'évolution du déflateur de la demande finale fournissent des indications sur les composantes interne et étrangère de l'inflation. Pour le Luxembourg, cette décomposition figure aux trois premières colonnes du tableau suivant. Depuis 1986, la contribution du déflateur des importations (troisième colonne) a dominé celle du PIB (deuxième colonne) en treize des dix-neuf années. Pour les périodes plus récentes, l'évolution du déflateur des importations explique non seulement la progression du déflateur de la demande finale en 2000, 2001 et 2004, mais aussi son recul en 2002 et 2003.

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

15 *Voir tableau 2 dans "La politique monétaire et les écarts d'inflation dans une zone monétaire hétérogène", Bulletin mensuel de la Banque centrale européenne, mai 2005.*

Le déflateur du PIB, qui représentait les coûts internes au paragraphe précédent, peut être décomposé à son tour. Sous l'optique revenus,

PIB = Rémunération des salariés + excédent brut d'exploitation + impôts indirects

Plus spécifiquement, il faut noter qu'en comptabilité nationale la troisième composante est «impôts indirects sur la production et l'importation nets des subsides à la production». Il ne faut pas confondre celle-ci avec une catégorie d'impôt individuelle telle que la taxe sur la valeur ajoutée ou les revenus des accises. Or, il découle, après transformations, de cette identité que l'évolution du déflateur du PIB est égale à la somme des évolutions du coût salarial unitaire, de l'excédent brut d'exploitation et des «impôts indirects». Dans la partie centrale du tableau, on constate que la contribution du coût salarial unitaire (colonne cinq) a dominé celle de la marge (colonne six) en 12 des 19 années considérées. La contribution de la troisième composante, les impôts indirects (colonne sept), est généralement la moins importante. Les exceptions sont 1993, quand la contribution des impôts indirects a dominé celle de la marge, 1999, quand elle a dominé les deux autres contributions et 2004, quand elle a dominé celle du coût salarial unitaire.

Enfin, la dernière partie du tableau décompose la progression du coût salarial unitaire en contribution de la rémunération des salariés (par personne employé) et de l'inverse de la productivité du travail. La contribution de la progression des salaires (colonne huit) domine celle de la productivité (colonne neuf) en 14 des 19 années considérées. En effet, des gains de productivité ont permis un recul du coût salarial unitaire en 1986, 1988, 1997 et 1998. En 2001 la contribution de la productivité a aussi dominé celle des salaires, mais à cette occasion il s'agissait d'une détérioration de la productivité qui a contribué à une augmentation supplémentaire du coût salarial.

En conclusion, ces décompositions permettent d'établir que l'inflation au Luxembourg est largement tributaire des prix des importations. La composante interne de l'inflation est généralement dominée par l'évolution du coût salarial unitaire plus que celle de la marge. Enfin, la progression du coût salarial unitaire est principalement déterminée par la progression des salaires, les changements de la productivité étant généralement plus faibles.

	Déflateur de la demande finale			*Déflateur du PIB*				*Coûts salariaux unitaires*		
	Variation en %	*Contribution à la variation*		*Variation en %*	*Contribution à la variation*			*Variation en %*	*Contribution à la variation*	
		Coûts internes	*Coûts des importations*		*Coûts salariaux unitaires*	*Excédent brut d'exploitation*	*Impôts indirects nets*		*Rémunération par personne employée*	*Inverse de la productivité du travail*
1986	-1.12	1.86	-2.87	-0.08	-2.20	2.53	-0.41	-2.20	4.98	-7.18
1987	-0.51	-0.72	0.22	0.06	2.58	-2.68	0.16	2.58	3.76	-1.18
1988	1.81	0.92	0.89	2.74	-1.62	4.35	0.01	-1.62	3.54	-5.16
1989	3.85	2.10	1.75	3.94	2.17	1.40	0.38	2.17	8.13	-5.97
1990	2.01	1.31	0.70	2.48	3.54	-1.22	0.16	3.54	4.60	-1.06
1991	2.13	0.79	1.35	1.81	0.93	0.92	-0.04	0.93	5.31	-4.38
1992	3.12	3.09	0.07	3.66	7.21	-3.70	0.15	7.21	6.29	0.92
1993	4.51	2.75	1.76	5.80	3.23	1.03	1.54	3.23	5.57	-2.34
1994	2.81	1.11	1.70	3.48	2.76	1.21	-0.49	2.76	3.85	-1.10
1995	1.80	0.49	1.31	2.31	2.50	-0.31	0.11	2.50	1.29	1.21
1996	1.45	-0.02	1.48	1.98	1.25	1.12	-0.39	1.25	1.92	-0.67
1997	3.09	0.05	3.08	2.65	-2.39	4.69	0.34	-2.39	2.48	-4.87
1998	1.87	-0.61	2.53	2.68	-0.66	3.30	0.04	-0.66	1.63	-2.29
1999	2.21	-0.51	2.77	2.18	0.96	0.03	1.19	0.96	3.57	-2.61
2000	5.91	0.39	5.63	4.07	1.51	2.14	0.42	1.51	4.64	-3.13
2001	2.73	0.31	2.44	1.89	7.82	-5.17	-0.76	7.82	3.85	3.97
2002	-0.73	1.74	-2.38	1.07	4.11	-2.57	-0.47	4.11	3.62	0.49
2003	-0.09	1.25	-1.31	2.04	0.99	0.64	0.41	0.99	2.04	-1.05
2004	3.91	0.56	3.38	2.44	0.64	1.00	0.80	0.64	2.54	-1.90

Source: STATEC, calculs BCL

1.3.1.2 Les prix à la production industrielle

Tableau 5 ***Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)***

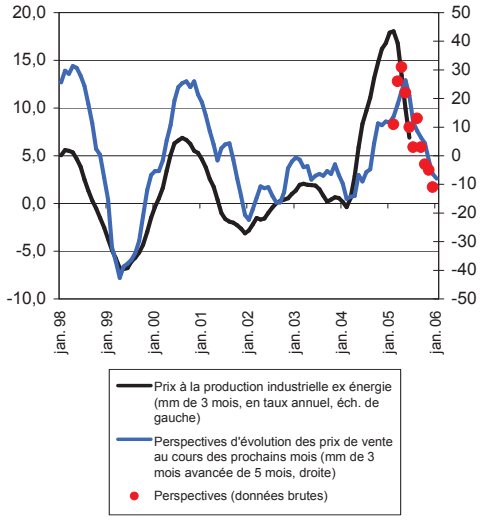
	Parts	*2003*	*2004*	*04-T2*	*04-T3*	*04-T4*	*05-T1*	*05-T2*
Ensemble des produits industriels	1000	1,2	9,0	7,5	3,8	3,0	1,0	-0,9
Biens intermédiaires	675,9	0,8	12,8	10,4	4,9	4,2	1,1	-1,4
Biens d'équipement	109,9	0,7	5,6	2,1	1,4	3,0	-1,1	-2,6
Biens de consommation	136,3	1,7	0,0	1,2	0,3	-0,1	-0,1	1,2
Biens énergétiques	77,9	4,6	5,6	2,1	3,1	2,6	2,6	2,5

Source: STATEC

Les données relatives au deuxième trimestre 2005 témoignent d'une baisse des prix à la production industrielle. Ce recul trimestriel, de l'ordre de 0,9%, intervient néanmoins après une progression très prononcée des prix au cours des cinq trimestres précédents et ne constitue par conséquent qu'un léger mouvement de correction. Pour rappel, en 2004 la progression des prix a été la plus importante sur les 15 dernières années. Par ailleurs, elle a nettement excédé le taux correspondant relevé dans la zone euro. La stabilisation du taux de change euro/dollar autour de 1,30$/€ et une progression du prix moyen du pétrole de 47,7$/bl au premier trimestre 2005 à 51,7$/bl au deuxième trimestre 2005 ne plaident en principe pas pour une baisse des prix de vente de produits industriels. Ce paradoxe apparent pourrait s'expliquer par un moindre dynamisme de la demande, en particulier de la demande émanant de l'Asie du Sud-est, qui a vraisemblablement freiné la progression des prix. Selon les données disponibles, le recul des prix serait également imputable à la baisse des prix des biens intermédiaires et des biens d'équipement. Parmi ces types de biens, les prix des produits sidérurgiques se seraient singularisés par une baisse trimestrielle très marquée, de l'ordre de 6%, en réponse probablement à un affaiblissement de la demande. Par ailleurs, dans un contexte conjoncturel relativement fragile associé à une baisse des prix de biens intermédiaires et de biens d'équipement, il est surprenant d'observer une progression trimestrielle de l'ordre de 1,2% des prix des biens de consommation.

Graphique 22

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée[16]



Source: Eurostat, BCL

Les enquêtes de conjoncture harmonisées laissaient augurer une décélération de la hausse des prix à la production industrielle (voir graphique). Cependant, le recul effectif des taux de variation annuels est survenu à un stade légèrement plus avancé que ne le suggérait la corrélation historique entre les enquêtes de conjoncture et les enquêtes statistiques. L'indicateur des perspectives d'évolution des prix de vente avait culminé en novembre 2004. Depuis lors, il a graduellement décliné pour s'approcher du niveau moyen des années 2002-2003, une baisse qui n'est guère surprenante eu égard à la très nette progression de l'indicateur observée dans le courant de l'année 2004. Même si l'accélération de la progression des prix semble être arrivée à son terme, il n'en demeure pas moins que les prix devraient toujours

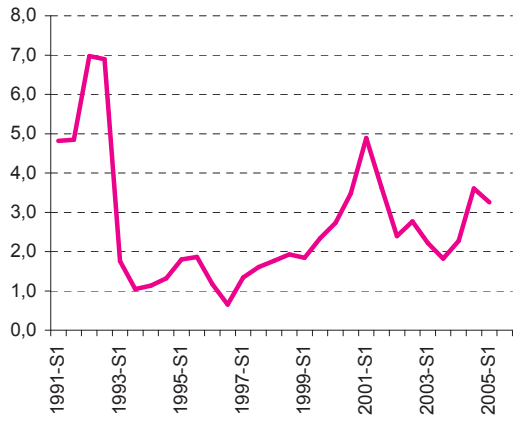
16 *L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).*

progresser sur une base annuelle. A l'heure actuelle, le scénario plus pessimiste d'une variation annuelle négative au cours du prochain semestre semble en effet pouvoir être écarté.

La hausse des prix à la construction s'est stabilisée au premier semestre 2005. La progression annuelle moyenne de 3,3% constitue cependant une nette accélération par rapport à l'inflation moyenne observée au cours des années précédentes. De plus, elle est supérieure à la progression moyenne des prix à la consommation recensée lors de la même période. Etant donné que les prix à la construction sont souvent considérés comme un reflet des tensions entre l'offre et la demande, les développements récents semblent confirmer que la conjoncture relativement favorable observée dans le bâtiment l'année passée s'est étendue au premier semestre 2005 et ne présente guère de signes d'essoufflement.

Graphique 23

Prix à la construction (en taux de variation annuel)[17]



Source: STATEC

1.3.2 La comptabilité nationale

L'estimation préliminaire des comptes nationaux dresse le tableau d'une légère décélération du rythme de l'activité économique au cours du premier trimestre de 2005: la croissance annuelle du PIB réel est estimée à 3,1% après 6,1% au cours de la même période de l'année précédente. Cette évolution observée au cours du premier trimestre de 2005 est à placer dans le contexte de la situation économique de la zone euro, qui a dû supporter les retombées de la hausse des cours du pétrole et les effets différés de l'appréciation antérieure de l'euro. A noter que la croissance annuelle du dernier trimestre de 2004 a été révisée à la baisse (de 3,8% à 3,6%), tandis que pour l'ensemble de l'année 2004, l'estimation de la croissance est maintenue à 4,5%.

Comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses, le ralentissement de la progression du PIB au Luxembourg qui émerge de ces estimations pour le premier trimestre de 2005 s'explique principalement par le moindre dynamisme de la demande domestique. De fait, les effets de la hausse des cours du pétrole au cours des derniers mois pourraient constituer un des facteurs explicatifs de l'absence de croissance annuelle de la consommation privée (0,0% après 4,4% au cours du premier trimestre de 2004) et du recul de l'investissement (de l'ordre de 2,9% après une croissance encore positive de 7,6% l'année précédente au cours de la même période). Les exportations nettes ont constitué le pilier de la croissance du PIB au cours du premier trimestre 2005. Plus précisément, la décélération de la croissance annuelle des exportations observée au cours du premier trimestre de 2005 (5,5% après 9,1%) s'est accompagnée d'un fléchissement plus important encore des importations (3,5% après 8,9% au cours du premier trimestre de 2004). Ceci a contribué à soutenir la progression annuelle du PIB au cours du premier trimestre de 2005.

Cette nouvelle version de la comptabilité nationale dévoile une correction à la hausse de la croissance annuelle du coût salarial moyen total pour 2004 (3,2% après 2,6% lors de la publication précédente). C'est l'accélération plus prononcée qu'initialement annoncée de la rémunération des salariés (5,9% contre 5,2% précédemment) combinée à une moindre croissance annuelle de l'emploi salarié (2,5% après 2,6% lors de la première publication) qui est à l'origine de cette révision. Ce correctif s'est traduit par une croissance plus considérable des coûts salariaux unitaires en 2004 (1,3% au lieu de 0,6% dans l'estimation précédente) en dépit de la progression des gains de productivité légèrement plus importante que ne le laissait transparaître la comptabilité nationale publiée au printemps (2,0% après 1,9%). Dès lors, ces évolutions ont mécaniquement abouti à la confirmation que la marge de profit des entreprises a emprunté en 2004 un sentier de croissance moins vigoureux que ne le décrivaient les

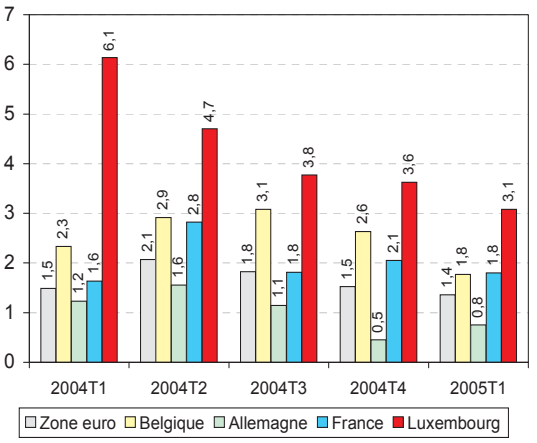
17 *Les prix sont recensés sur base semestrielle.*

premières estimations des comptes nationaux (1,3% contre 1,8% lors de la publication précédente).

Ces estimations des comptes nationaux doivent cependant être considérées avec la plus grande prudence lors de leur interprétation en raison du caractère encore incomplet de la couverture statistique de l'année 2004 et du premier trimestre 2005[18].

Graphique 24

Croissance du PIB réel au Luxembourg, dans les économies limitrophes et au sein de la zone euro (en %, en glissement annuel)



Source: STATEC, Eurostat

Quelques mesures de comparaison des niveaux de vie

– Dans son rapport annuel couvrant l'année 2000, la BCL avait procédé à une analyse critique d'un certain nombre d'indicateurs de niveaux de vie. Le but avait été «d'attirer l'attention sur des problèmes liés aux comparaisons internationales des niveaux de vie ainsi que de tirer quelques conclusions quant à la position relative du Luxembourg».

  Cet encadré vise à faire une mise à jour de cette analyse avec des données plus récentes devenues disponibles depuis lors.

– L'indicateur de niveau de vie isolé le plus utilisé est le PIB par tête d'habitant. Ici, le Luxembourg est généralement le premier sur la liste et de loin, du moins pour les pays de l'OCDE. Cependant, il est bien connu que cet indicateur est trompeur dans le cas du Luxembourg: tandis que les travailleurs frontaliers entrants contribuent au PIB du Luxembourg, ils ne font bien sûr pas partie de la population résidente telle qu'elle est prise en compte dans le calcul du «PIB par tête d'habitant».

  Pour remédier à ce problème, il y a plusieurs possibilités. On peut comparer, non pas le PIB par tête d'habitant, mais le revenu national brut (RNB) par tête d'habitant. Pour obtenir le RNB, on ajoute au PIB les revenus primaires payés par le reste du monde à des unités résidentes et on retranche les revenus primaires versés par les unités résidentes au reste du monde. On arrive ainsi à une mesure non plus de production mais de revenu, ce qui pourrait sembler plus approprié pour des comparaisons de richesse ou bien de niveaux de vie. De plus, vouloir comparer le revenu est une bonne raison d'opter pour le revenu national net, c.-à.-d. le revenu national brut moins la consommation de capital fixe.

  Une solution alternative est d'ajuster le PIB par habitant pour l'impact des frontaliers: soit on essaie d'approximer la contribution des frontaliers à la production résidente et on la retranche du PIB avant de diviser par la population résidente; soit, on calcule le ratio moyennant une population fictive incluant les frontaliers et leurs familles.

  Comme dans la première version de cette analyse, on opte ici pour l'ajustement de la population en approximant une population fictive.

18 *La prochaine publication des comptes nationaux annuels est prévue avant le dernier trimestre de 2005 et celle des comptes nationaux trimestriels révisés devrait être publiée mi-octobre.*

$$\text{Pop. fictive} = \text{pop. résidente} + \text{frontaliers} \times \frac{\text{population résidente}}{\text{emploi national}}$$

ce qui donne, pour l'année 2004,

$$701\,286 = 451\,600 + 108\,239 \times (451\,600 / 195\,768)$$

De plus, puisque les niveaux des prix peuvent varier entre pays, il convient d'ajuster le PIB par habitant pour le pouvoir d'achat de la monnaie du pays en question – pour un euro, on n'obtient pas dans tous les pays la même quantité de biens et de services. On obtient ainsi le PIB par habitant en «standard de pouvoir d'achat» (SPA).

Le PIB par «habitant» (ajusté pour les frontaliers) correspond alors à 36 600 euros (2004), ce qui, en SPA, correspondrait à 32 100 euros. Les valeurs pour les différents indicateurs se trouvent au tableau et au graphique ci-après.

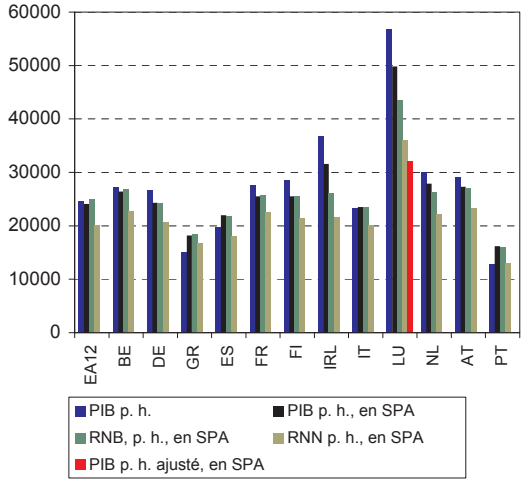
Tableau 6 ***Comparaison de PIB et de Revenu National par habitant (en 2004, sauf indication contraire)***

	EA12	*BE*	*DE*	*GR*	*ES*	*FR*	*FI*	*IRL*	*IT*	*LU*	*NL*	*AT*	*PT*
PIB par habitant	24600	27100	26700	14900	19700	27520	28600	36800	23300	56800	30000	29100	12800
PIB p. h., en SPA	24100	26400	24300	18200	22000	25500	25500	31600	23500	49800	27900	27300	16200
RNB, p. h., en SPA	25000	26800	24200	18300	21800	25700	25500	26100	23400	43500	26300	27000	15900
RNN, p. h., en SPA	20000*	22600	20600	16700	17900*	22500	21400	21600*	20100	36000*	22100	23200	13000
PIB p. h., ajusté										36600			
PIB p. h., en SPA, ajusté										32100			

*Source: Eurostat, calculs BCL. Les chiffres marqués d'un * se réfèrent à l'année 2003.*

Graphique 25

Comparaison de PIB et de Revenu National par habitant (en 2004, sauf indication contraire*)



*Source: Eurostat, calculs BCL ; * voir tableau 6*

Ce PIB par tête «ajusté» en SPA correspond à 64% du PIB par habitant (SPA) tel qu'il figure dans les comparaisons internationales habituelles. On s'aperçoit que le Luxembourg se place toujours en tête des Etats membres de la zone euro (lorsque l'on compare le PIB par habitant ajusté et en SPA du Luxembourg avec le PIB par habitant en SPA des autres pays), mais cet écart a nettement diminué. De plus, le Luxembourg est dépassé de justesse par l'Irlande lorsqu'on ne procède pas à l'ajustement pour les SPA. En termes de revenu national (brut comme net), l'avance du Luxembourg est moins élevée que pour le PIB «normal» utilisé communément, mais reste cependant considérable. Il faut admettre que vu les difficultés liées à la mesure exacte de l'activité économique, à la comparaison internationale de niveaux de prix ainsi que, finalement, aux imprécisions liées à l'approximation d'une population «fictive» du Luxembourg, il convient de rester prudent dans l'interprétation des chiffres. Ceux-ci ne devraient servir qu'à une certaine orientation générale et non pas à l'établissement d'un «ranking» basé sur des différences assez petites entre les valeurs de bon nombre de pays.

– Les comparaisons de niveau de vie peuvent se faire entre pays, mais peuvent aussi se faire entre régions, en se basant alors sur les 254 régions NUTS-2 de l'Union européenne. Dans cette statistique, le Luxembourg constitue une région unique. Eurostat vient, en effet, de publier le PIB régional par habitant, exprimé en SPA, pour l'année 2002, qui permet de conclure que le Luxembourg est devancé par Londres (Inner) et Bruxelles. En outre on constate que bon nombre de régions avaient un PIB régional par habitant assez proche de celui du Luxembourg. Le tableau suivant indique les 10 régions dont le PIB régional par habitant est le plus haut et celles dont il est le plus bas.

Tableau 7 ***PIB régionaux par habitant dans l'UE25 en 2002*** *(en SPA, UE = 100)*

Les dix plus élevés			*Les dix plus bas*		
1	Inner London (UK)	315	1	Lubelskie (PL)	32
2	Bruxelles-Capitale (BE)	235	2	Podkarpackie (PL)	33
3	Luxembourg	213	3	Warminsko-Mazurskie (PL)	34
4	Hamburg (DE)	188	4	Podlaskie (PL)	35
5	Ile de France (FR)	176	5	Swietokrzyskie (PL)	36
6	Wien (AT)	173	6	Eszak Magyaroszag (HU)	37
7	Berkshire, Buckinghamshire & Oxfordshire (UK)	162	7	Opolskie (PL)	37
8	Provincia Autonoma Bolzano (IT)	160	8	Eszag-Alföld (HU)	38
9	Stockholm (SE)	158	9	Vychodne Slovensko (SK)	39
10	Oberbayern (DE)	158	10	Lettonie	39

Source: Eurostat

Il est évident que le PIB régional de certaines régions peut souffrir du même défaut que le PIB par habitant du Luxembourg à savoir de négliger le phénomène de flux journaliers de main-d'œuvre travaillant dans une région et vivant dans une autre.

– Il convient également de rappeler que ni le PIB ni même le RNB ou le RNN ne sont égaux au revenu disponible des ménages d'un Etat membre ou d'une région. En outre, les mesures du niveau de vie basées sur la comptabilité nationale concernent tous les secteurs du pays ou de la région et ne concernent pas le seul niveau de vie des individus. Des réserves s'imposent donc, rendant nécessaire que d'autres mesures de la richesse, de la pauvreté et de l'exclusion sociale viennent compléter la comparaison des agrégats de la comptabilité nationale.

Tableau 8 **Taux de pauvreté des hommes et des femmes**

		BE	DK	DE	GR	ES	FR	IRL	IT	LU	NL	AT	PT	FL	SW	UK
total	2003	:	:	15	:	19	:	:	:	10	:	13	19	11	:	18
	2002	:	:	15	:	19	12	:	:	:	12	:	20	11	11	18
	2001	13	10	13	20	19	13	21	19	12	12	12	20	11	9	19
hommes	2003	:	:	13	:	18	:	:	:	9	:	0,5	:	11	:	17
	2002	:	:	13	:	18	12	:	:	:	11	:	:	11	10	17
	2001	12	:	11	19	17	12	20	19	12	11	9	20	10	:	17
femmes	2003	:	:	17	:	20	:	:	:	11	:	14	:	12	:	19
	2002	:	:	17	:	21	13	:	:	:	12	:	:	12	12	19
	2001	15	:	15	22	20	13	23	20	13	12	14	20	12	:	20

Source: Eurostat

Le seuil de pauvreté monétaire (ou seuil de bas revenu) est fixé à 60% du revenu médian par personne dans chaque Etat individuel. Par conséquent, le concept de pauvreté utilisé ici est un concept *relatif*, défini comme une certaine divergence (choisie nécessairement de manière arbitraire) par rapport à une valeur de référence de la société en question. Il ne s'agit donc pas d'une mesure *objective*, qui mesurerait plutôt le revenu disponible des personnes par rapport à un certain niveau de vie, ni d'un revenu disponible «minimum», qui constituerait la limite de la pauvreté. Il en découle qu'avec un certain revenu disponible, une personne peut être qualifiée de pauvre dans un pays, alors qu'elle peut ne pas l'être dans un autre pays. Moyennant cette méthode de mesure de la pauvreté, des taux relativement bas sont enregistrés pour le Luxembourg, la Suède, le Danemark et la Finlande.

– Il existe en outre un grand nombre d'indicateurs additionnels informant sur l'un ou l'autre aspect de la répartition (ou du niveau) de la richesse, de l'inégalité matérielle ou bien de l'exclusion sociale au sein des Etats membres de l'UE. Quelques-uns ont été choisis pour faire l'objet d'une présentation.

Le fait d'être le propriétaire de l'immeuble dans lequel on habite est parfois pris en considération dans le contexte de l'évaluation du niveau de vie individuel. Ceci est rendu plausible par le fait que dans la plupart des pays, le pourcentage des locataires est plus élevé parmi les personnes à bas revenu que parmi la population totale.

Tableau 9 **Pourcentage de locataires dans le groupe à bas revenus et la population totale, 2001**

	UE15	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IRL	IT	LU	NL	AT	PT	FL	SW	UK
total de la population	32,1	23,4	32,7	52,8	11,1	10,1	31,6	16,5	17,7	27,3	45,3	37,2	23,4	30	40,1	26,9
personnes à bas revenu	43,3	35,8	61,2	64,5	5,3	8,1	45,2	32,6	26	51,2	58	35	25,2	55,8	64,2	44,1

Source: Eurostat

Pour le total de la population, le pourcentage de locataires est de 27% environ pour le Luxembourg, ce qui, avec un écart type de 12,2, semble assez près de la moyenne pondérée de l'UE15 (égale à 32%). Pour les personnes à bas revenu par contre, le taux des locataires atteint plus de 50%, ce qui dépasse clairement la moyenne de l'UE15.

Le tableau suivant montre que le pourcentage de personnes en incapacité de se payer une voiture semble nettement moins élevé au Luxembourg que pour la quasi-totalité des autres Etats membres de l'UE.

Tableau 10 ***Incapacité de se payer une voiture, en pourcentage de la population respective***

		UE15	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IRL	IT	LU	NL	AT	PT	FL	UK
Population totale	1998	:	6	14,1	:	18,9	12,4	7	14,1	3,2	:	4,6	4,9	20,2	:	:
	1997	:	6,5	13,4	:	19,4	13,8	5,7	13,9	3,4	:	6,1	5,6	22,1	8,9	:
	1996	10,5	8,3	14,1	15,3	20,9	12,8	6,5	14,7	3,5	3,6	6,3	6	22,9	10,3	10,5
Personnes à bas revenu	1998	:	15,4	17,2	:	23,8	26,6	21,1	19,3	8	:	14,6	11,4	39,9	:	:
	1997	:	15,7	22,7	:	26,5	27,9	15,6	17,7	8,4	:	18,4	12,8	42	24,2	:
	1996	28,4	24	21,2	51,9	28,8	26	16,7	29,9	7,4	16	21,2	14,5	39,5	23,5	28,1

Source: Eurostat

Finalement, le coefficient de Gini, qui est une mesure synthétique de l'inégalité de la répartition du revenu, est souvent utilisé dans le cadre de comparaisons internationales. Plus le niveau du coefficient est élevé (maximum = 100%), plus la répartition est inégale. Il apparaît que le coefficient prend, pour le Luxembourg, une valeur proche de la moyenne des Etats Membres de l'UE15, qui était de 30 en 2001 selon une estimation d'Eurostat. La répartition du revenu semble particulièrement égalitaire au Danemark, en Suède ainsi qu'en Autriche. De l'autre côté, le Portugal, le Royaume Uni, ainsi que l'Espagne et la Grèce enregistrent, du moins selon l'indicateur utilisé ici, les inégalités les plus fortes.

Tableau 11 ***Coefficient de Gini***

	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IRL	IT	LU	NL	AT	PT	FL	SW	UK
2003	:	:	28	:	31	:	:	:	28	:	27	:	26	:	35
2002	:	:	29	:	31	27	:	:	:	28	:	:	26	23	35
2001	28	22	27	33	33	27	29	29	27	28	24	37	27	24	35

Source: Eurostat

1.3.3 L'industrie

Tableau 12 ***Production par jour ouvrable dans l'industrie (en taux de variation annuel)***

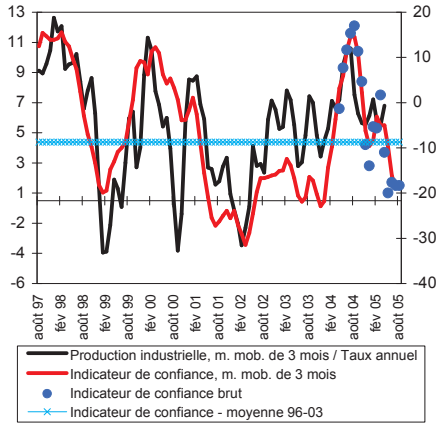
	2003	2004	2005-5 mois	2004-T2	2004-T3	2004-T4	2005-T1
Ensemble de l'industrie	4,8	6,9	6,5	9,0	7,0	5,0	5,3
Industrie hors sidérurgie	6,6	7,9	10,0	7,2	8,8	7,1	8,4
Biens intermédiaires	5,1	6,2	-3,6	6,2	7,0	4,1	-3,0
Biens d'équipement	-1,9	12,1	19,3	16,6	5,9	13,7	13,7
Energie	13,5	14,0	33,5	16,6	28,5	7,5	27,4

Source: STATEC

Dans le sillage d'une conjoncture internationale très favorable, la production industrielle du Luxembourg a connu une progression de l'ordre de 6,9% en 2004, une performance supérieure à celle observée dans la zone euro et parmi les meilleures des dix dernières années. Ce dynamisme s'est d'ailleurs également manifesté au début de 2005, comme l'atteste une progression annuelle de 6,5% de la production par jour ouvrable lors des cinq premiers mois de l'année. Cette évolution positive a en particulier résulté du dynamisme du secteur de l'énergie, qui a vu le développement de nouvelles activités. La branche des biens d'équipement a également connu une progression supérieure à 10% et ceci pour la deuxième année consécutive. Seuls les biens intermédiaires ont affiché un recul annuel de la production par jour ouvrable en raison, probablement, du ralentissement de l'économie mondiale après le dynamisme exceptionnel observé en 2004.

Graphique 26

Indicateur de confiance et production industrielle[19]



Source: STATEC, calculs BCL

Selon les enquêtes de conjoncture, l'évolution favorable enregistrée dans l'industrie devrait s'affaiblir au cours des prochains mois. En effet, la sensible diminution de l'indicateur de confiance calculé sur base des enquêtes de conjoncture s'est poursuivie en juin et juillet, de sorte que l'indicateur demeure nettement en dessous de sa moyenne historique. Sur base de la relation observée dans le passé, les taux de progression annuels de la production par jour ouvrable devraient continuer à décélérer au cours des prochains mois, sans toutefois devenir négatifs. Si ce ralentissement est probablement la conséquence du dynamisme exceptionnel affiché en 2004, le comportement attentiste des chefs d'entreprises reflète également leur réaction aux aléas conjoncturels. Leurs incertitudes quant à l'évolution économique future ont sans doute été alimentés par l'évolution du prix du pétrole, qui risque de compromettre la croissance économique au niveau mondial, en particulier dans la zone euro. Ainsi, le prix du brent est passé de 47,7$/bl au premier trimestre 2005 à 60,4$/bl en août 2005, et les marchés à terme indiquent que, contrairement au profil observé dans les années récentes, la hausse du prix devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

Les résultats des enquêtes de conjoncture trimestrielles publiées en juillet confirment ceux des enquêtes mensuelles. Tant l'indicateur de la production assurée que le degré d'utilisation des capacités de production s'affichent en net retrait par rapport aux enquêtes du mois d'avril, ce qui augure mal de l'évolution future de la production industrielle.

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

La compétitivité telle qu'appréhendée par les indicateurs du taux de change effectif réel: mise à jour

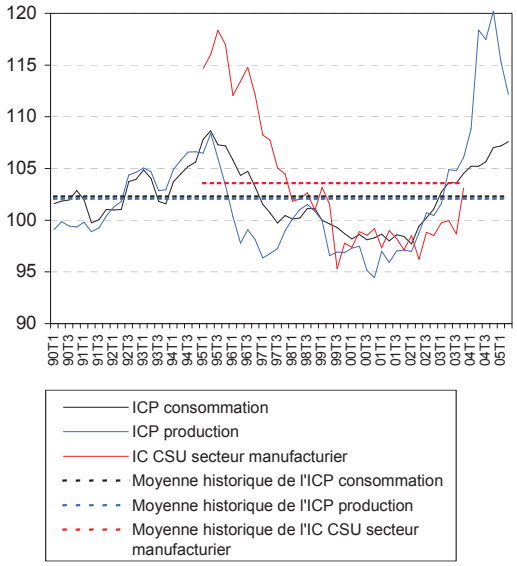
Le taux de change effectif fournit une mesure synthétique de la valeur externe d'une monnaie par rapport à celle des principaux partenaires commerciaux. Calculée à l'aide des indices de prix ou de coûts appropriés, la version réelle du taux de change permet d'évaluer la compétitivité de l'économie luxembourgeoise en fournissant une comparaison en devise commune des prix ou des coûts au Luxembourg face à ceux de ses principaux partenaires commerciaux. Cet encadré fournit une mise à jour des cinq indicateurs de compétitivité présentés dans le bulletin BCL 2003/3 et le rapport annuel 2003. Ceux-ci sont des indices du taux de change effectif réel calculés à l'aide de différents déflateurs: les indices des prix à la consommation ou des prix à la production, les coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière ou dans l'économie dans son ensemble, et le déflateur du PIB.

Dans son bulletin mensuel de septembre 2004, la BCE a présenté une nouvelle méthode de calcul pour le taux de change effectif de la zone euro, avec une mise à jour des pondérations reflétant l'importance respective des échanges et un élargissement du périmètre des pays considérés. Par conséquent, les indicateurs pour le Luxembourg présentés ici se basent sur des pondérations qui reflètent la structure des échanges commerciaux durant la période 1999-2001 (précédemment cette période de référence était 1995-1997). Le group «large» de pays partenaires s'est aussi étendu, passant de 49 à 53 pays pour intégrer la Lettonie, la Lituanie, Malte et la Bulgarie. De plus, le group «restreint» de pays servant de référence pour la plupart des comparaisons est passé de 23 à 34 pays pour intégrer tous les nouveaux pays membres ainsi que la Chine.

Les indicateurs de compétitivité obtenus en déflatant les taux de change effectifs par des indices de prix à la consommation sont les plus utilisés parce qu'ils sont rapidement disponibles, rarement révisés et relativement comparables au niveau international. Mais les prix à la consommation constituent une base imparfaite pour évaluer la compétitivité de l'économie nationale car ils intègrent le prix de beaucoup de services qui ne font pas l'objet de commerce international et parce qu'ils excluent les prix de certains biens intermédiaires qui sont échangés au niveau international. C'est pourquoi, les indices des prix à la production sont souvent privilégiés dans la construction de ces indicateurs de compétitivité. Cependant, les prix à la production présentent aussi des désavantages pour l'analyse de la compétitivité, parce qu'ils sont sujets à des distorsions si les entreprises adoptent des stratégies d'adaptation des prix en fonction des marchés. En effet, les entreprises exportatrices ont souvent la possibilité d'ajuster leur marge pour compenser partiellement des variations du taux de change. Dès lors, un indicateur de compétitivité peut aussi être calculé à l'aide des coûts salariaux unitaires, qui sont en principe indépendants du pouvoir de fixation des prix par les entreprises et des fluctuations du taux de change. Le plus souvent, les coûts salariaux unitaires utilisés sont ceux dans l'industrie manufacturière, parce que cette branche de production est bien recensée statistiquement sur une base relativement comparable au niveau internationale et parce que les produits manufacturiers sont généralement exposés à la concurrence internationale.

Graphique 27

Indicateurs de compétitivité basés sur les prix à la consommation, les prix à la production et les coûts salariaux unitaires dans le secteur manufacturier



Source: BCE, FMI, EUROSTAT et calculs BCL.

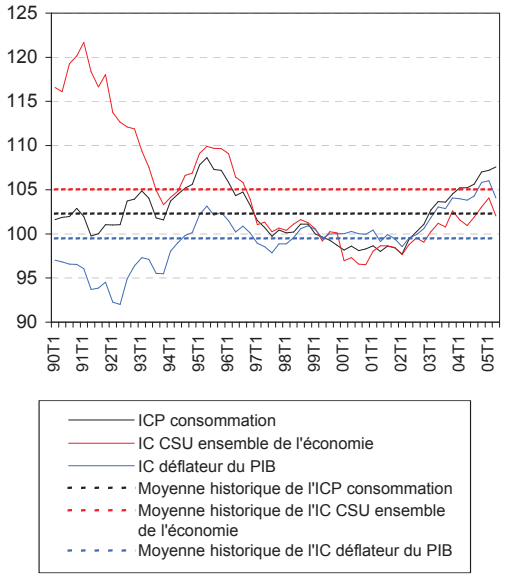
Pour chacun des trois indicateurs présentés dans le premier graphique, l'augmentation récente fournit l'image d'une poursuite de la détérioration de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise. Evidemment, celle-ci est en grande partie liée à l'appréciation de l'euro depuis le deuxième trimestre 2003. Cependant, il faut garder à l'esprit que l'évolution de ces indicateurs est surtout déterminée par l'évolution des prix ou des coûts à l'intérieur de la zone euro. En effet, les pays membres sont les principaux partenaires commerciaux du Luxembourg et donc reçoivent les pondérations plus importantes dans les calculs.

L'indicateur basé sur les coûts salariaux dans l'industrie manufacturière reste le plus optimiste depuis la seconde moitié de 2002. En effet, à la dernière observation disponible pour cet indicateur (dernier trimestre 2003) il est encore marginalement inférieur à sa moyenne historique, alors que les indicateurs de compétitivité prix à la consommation et prix à la production ont tous deux franchi leur moyenne historique respective dès le deuxième trimestre 2003. Toutefois, l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans le secteur manufacturier doit être interprété avec plus de précaution, compte tenu de la période plus limitée pour laquelle il est disponible et son niveau très élevé au départ.

Soulignons que c'est l'indicateur de compétitivité basé sur les prix à la production qui a affiché l'augmentation la plus importante, dépassant sa moyenne par 9,9% au cours du deuxième trimestre de 2005, alors que l'indicateur de compétitivité prix à la consommation n'a dépassé sa moyenne que de 5,2% au moment de la dernière observation disponible. Cependant, considérant la part importante que la sidérurgie occupe dans l'industrie luxembourgeoise, l'augmentation dramatique de l'indicateur basé sur les prix à la production peut être largement attribuée aux importantes hausses du prix de l'acier sur le marché international en 2004. De plus, l'indicateur basé sur les coûts unitaires de l'industrie manufacturière ne reflète qu'une partie du secteur exportateur du pays. Vu que les services financiers constituent une partie importante du commerce international du Luxembourg, il est judicieux de calculer un indicateur de compétitivité avec les coûts salariaux unitaires observés dans l'ensemble de l'économie et avec le déflateur du PIB.

Graphique 28

Indicateurs de compétitivité basés sur les prix à la consommation, le déflateur du PIB et les coûts salariaux unitaires pour l'ensemble de l'économie



Source: BCE, FMI, EUROSTAT et calculs BCL.

Le deuxième graphique retrace les trajectoires de ces deux indicateurs de compétitivité ainsi que celui basé sur les prix à la consommation, inclus à titre comparatif. L'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie confirme la graduelle détérioration de la compétitivité suggérée par son homologue basé uniquement sur le secteur manufacturier. Pour l'ensemble de l'économie, depuis le dernier trimestre 2000, les coûts salariaux unitaires ont augmenté plus rapidement au Luxembourg que chez ses partenaires commerciaux, générant une escalade graduelle de cet indicateur jusqu'à 2,8% au-dessus de sa moyenne historique au deuxième trimestre 2005.

L'indicateur de compétitivité calculé à partir des déflateurs du PIB a aussi continué à se détériorer au cours des derniers trimestres sous revue, rejoignant sa moyenne historique respective au deuxième trimestre 2002 et la dépassant par 4,6% au deuxième trimestre 2005.

En résumé, la récente détérioration de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise est confirmée par la mise à jour de ces cinq indicateurs avec des pondérations plus récentes et une couverture géographique plus étendue. Cette conclusion implique une augmentation plus rapide de l'indice des prix à la consommation, de l'indice des prix à la production, du déflateur du PIB et des coûts salariaux au Luxembourg comparativement à ses principaux partenaires commerciaux.

1.3.4 La construction

L'évolution conjoncturelle dans la construction contraste nettement avec les inflexions observées dans l'industrie. Au cours des cinq premiers mois de l'année 2005, le chiffre d'affaires ainsi que la production par jour ouvrable accusent une baisse de respectivement 5,6% et 3,5% par rapport au niveau d'activité observé un an plus tôt. Au niveau des branches, la dégradation économique est particulièrement sensible dans le génie civil, la baisse de la production ayant été supérieure à 20% au premier trimestre 2005. L'évolution de l'indicateur de la production dans le bâtiment semble pour sa part contraster avec d'autres indicateurs à court terme. Ainsi, la progression des prix à la construction, supérieure à 3% au début de l'année, aurait plutôt plaidé pour une accélération de l'activité. De même, les autorisations de bâtir relatives aux logements ont affiché une hausse annuelle supérieure à 30% au premier semestre 2005. En raison notamment de la volonté du gouvernement de stimuler l'offre de logements, le nombre des permis de bâtir accordés lors de cette période a été de 35% supérieur à la moyenne observée au cours des six années précédentes. Associée à des taux hypothécaires stables à un niveau très bas, une telle évolution semble être de bon augure pour l'activité dans la construction au deuxième semestre 2005 et au-delà. Les crédits au logement accordés à des résidents ont d'ailleurs connu une nouvelle accélération au premier semestre 2005. Le montant de ces crédits a en effet progressé de 16% par rapport à la même période de l'année précédente, alors que la progression moyenne s'est limitée à 5,7% en 2004.

Tableau 13 ***Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)***

	2003	*2004*	*2005-5 mois*	*T3-04*	*T4-04*	*T1-05*	*T2-05*
Chiffre d'affaires - Total	6,7	-1,7	-5,6	-1,1	-9,7	-8,5	
Production par jour ouvrable -Total	0,8	-1,2	-3,5	-0,9	-6,4	-4,9	
Production par jour ouvrable - Bâtiment	0,6	3,0	-0,4	3,9	-0,2	-1,8	
Production par jour ouvrable - Génie civil	2,6	-13,8	-16,7	-15,0	-22,9	-22,7	
Permis de bâtir[20]	11,5	18,2	35,3	124,8	-17,6	37,9	34,8
Crédits au logement[21]	24,6	5,7		10,7	0,6	15,6	16,5
Taux hypothécaires	3,8	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,5

Source: STATEC, BCL

1.3.5 Le commerce et les autres secteurs

Si l'évolution positive de l'activité économique observée dans le commerce en 2004 s'est poursuivie au début de l'année 2005, son rythme de progression s'est cependant ralenti. Ainsi, le chiffre d'affaires dans le commerce de gros n'a progressé que de 3,2% au premier trimestre 2005, alors que la hausse moyenne avait excédé 10% en 2004. Le chiffre d'affaires dans le commerce de détail est certes aussi en hausse, mais la croissance de 2% provient avant tout de l'augmentation des prix à la consommation, l'effet volume étant par conséquent marginal. Seul l'Horesca se caractérise par une accélération de ses activités de sorte qu'après deux années consécutives de baisse du chiffre d'affaires, le secteur semble renouer avec la croissance. Ce regain d'activité pourrait cependant n'être que le reflet des retombées positives liées à la présidence de l'Union Européenne assumée par le Luxembourg au premier semestre 2005. S'il en était ainsi, l'amélioration du niveau d'activité dans l'Horesca serait de courte durée. Les immatriculations de voitures semblent pour leur part se stabiliser au niveau de 2004, ce qui constitue une évolution favorable étant donné la performance exceptionnelle enregistrée en 2004.

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

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

Tableau 14 ***Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures (en taux de variation annuel)***

	2003	2004	2004-T3	2004-T4	2005-T1	2005-T2
Immatriculations de voitures	0,2	10,0	5,4	13,8	4,8	-3,5
Commerce de gros	11,1	12,3	13,5	11,2	3,2	
Commerce de détail	5,5	3,1	3,5	3,1	2,0	
Hôtels et restaurants	-4,6	-0,9	-2,4	-1,3	3,2	

Source: STATEC

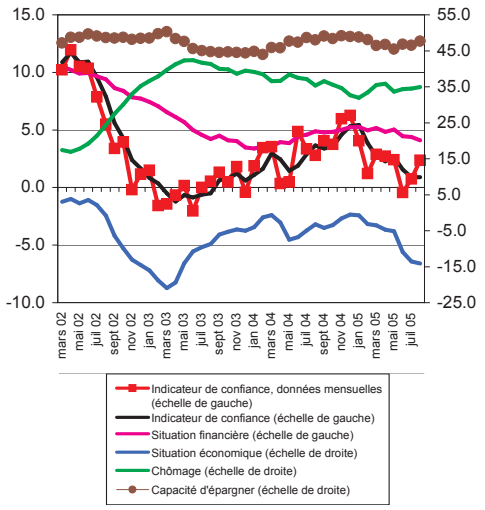
1.3.6 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs

La moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs sur la période juin-août 2005 s'est établie à 0,9, confirmant ainsi le recul de la confiance entamé début 2005[22]. A noter que la confiance des consommateurs est demeurée relativement faible depuis le troisième trimestre 2002.

La détérioration continue de la confiance depuis le début de l'année est surtout liée à l'évolution défavorable des anticipations des consommateurs en ce qui concerne la situation économique générale. Dans ce contexte, il est intéressant de constater que les anticipations relatives au chômage restent relativement stables, tout comme les anticipations concernant la situation financière des ménages.

Graphique 29

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes (moyennes mobiles sur trois mois sauf indication contraire, données corrigées des variations saisonnières)



Note: En ce qui concerne les anticipations relatives au chômage, une augmentation témoigne d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable.

Source: BCL

1.3.7 Le marché du travail

1.3.7.1 L'emploi

Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance annuelle de l'emploi intérieur total a amorcé une décélération en juillet 2001 qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2002, suivant ainsi avec retard la détérioration de la conjoncture. Le rythme de progression annuel de l'emploi est graduellement passé de 4,3% en janvier 2002 à 2,3% en décembre 2002. Par la suite, la tendance à la baisse de la progression annuelle de l'emploi s'est interrompue, comme en témoigne la stabilisation du taux annuel autour de 2,0% en 2003. Depuis lors, la croissance de l'emploi s'est

22 *Les données ont été corrigées des variations saisonnières par TRAMO-SEATS.*

redressée tout au long de 2004, pour atteindre 2,5% en moyenne annuelle. Les données définitives pour les quatre premiers mois de 2005, ainsi que les estimations disponibles de mai à juillet 2005 s'inscrivent dans ce sillage de la reprise de la progression annuelle de l'emploi. A la faveur de cette vitesse de croisière plus soutenue (3,1% en moyenne au cours des sept premiers mois de 2005), l'emploi total a dépassé la barre des 310 000 personnes occupant un emploi au Luxembourg au cours du premier semestre 2005, pour finalement s'établir à 311 359 personnes en juillet. Ce repositionnement de la progression de l'emploi sur un sentier de croissance consolidé répond au redémarrage de l'activité économique entamé depuis 2002.

L'économie luxembourgeoise a donc créé un nombre grandissant d'emplois tout au long des sept premiers mois de 2005. La décomposition sectorielle de la croissance annuelle de l'emploi[23] révèle que ce décollage trouve principalement sa source dans le secteur des «Administrations publiques, santé et autres activités de services» (1,3 point de pourcentage sur les 3,1% de croissance moyenne observée, soit près de deux emplois sur cinq créés). Viennent ensuite les secteurs des «Activités immobilières, locations et services aux entreprises» (0,5 point de pourcentage), du «Commerce» (0,3 point de pourcentage) et de la «Construction» (0,3 point de pourcentage). Du côté des moteurs traditionnels de la progression de l'emploi, qui s'étaient enrayés lors du ralentissement conjoncturel, force est de constater un redémarrage relativement poussif de la croissance dans les secteurs des «Activités financières»[24] (0,2 point de pourcentage) et dans celui de l' «Industrie et manufacture» (0,1 point de pourcentage).

Tableau 15 ***Croissance annuelle (en %) de l'emploi et taux de chômage "strict" et "large"***

	*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	2,3	3,7%	5,2%
2004	2,6	1,9	2,5	4,7	1,7	1,8	4,2%	5,8%
2004 T1	2,0	0,4	1,9	3,9	0,7	1,4	4,3%	5,8%
2004 T2	2,6	1,8	2,6	4,7	1,3	1,8	4,0%	5,6%
2004 T3	2,8	2,6	2,8	4,9	1,6	2,0	4,1%	5,6%
2004T4	2,9	3,0	2,9	5,2	1,6	2,0	4,4%	6,1%
2005T1	3,2	3,2	3,2	5,8	1,6	2,0	4,7%	6,3%
2005T2	3,0	3,1	3,0	5,2	1,6	2,1	4,5%	6,2%
Mars 05	3,1	3,5	3,1	5,5	1,6	1,9	4,5%	6,2%
Avril 05	2,8	3,3	2,9	5,1	1,5	1,9	4,6%	6,3%
Mai 05	3,0	3,0	3,0	5,2	1,6	2,2	4,5%	6,1%
Juin 05	3,1	2,9	3,1	5,3	1,7	2,2	4,4%	6,0%
Juillet 05	3,3	2,7	3,3	5,6	1,9	2,3	4,4%	6,0%

Sources: IGSS, STATEC, calculs BCL
** Les données concernant l'emploi de mai à juillet sont des estimations.*

Ce sont les non-résidents, dont le nombre total s'élève à 118 509 personnes en juillet 2005 (après 112 231 personnes douze mois plus tôt) qui continuent à satisfaire la plus grande partie de ces emplois nouveaux. Cependant, leur poids dans les créations d'emplois n'a cessé de diminuer graduellement tout au long des sept premiers mois de l'année 2005. Ils représentent cependant encore respectivement 64,9% des nouveaux emplois et 37,7% de l'emploi total au cours de la période sous revue (après respectivement 70,3 % et 36,9 % l'année précédente). La contrepartie de cette évolution est forcément la progression de la part des résidents dans les créations

23 Les données relatives à la décomposition sectorielle de la croissance de l'emploi ne sont disponibles que pour les quatre premiers mois de 2005.

24 Le secteur des «Activités financières» est ici retenu dans sa définition au sens large c'est-à-dire qu'il engloble non seulement le secteur bancaire et financier mais aussi les activités d'assurances.

d'emplois. Dans ce contexte, l'emploi national a dépassé la barre des 200 000 personnes au cours du mois de mars 2005 pour atteindre 201 481 personnes en juillet 2005, en augmentation de 1,9% par rapport à juillet 2004. La reprise de la croissance de l'emploi qui se dessine depuis le début de l'année semble donc bénéficier davantage aux résidents, ce qui contribue à modérer la hausse du taux de chômage au cours de la période sous revue.

Le rythme de croissance annuel de l'emploi salarié et celui de l'emploi indépendant s'est aussi redressé au cours des sept premiers mois de 2005, atteignant 3,1% chacun en moyenne après 2,3% et 1,3% en 2004 au cours de la même période. Dès lors, après s'être repositionné sur ce sentier de croissance consolidé, ces deux agrégats de l'emploi se sont établis à respectivement 290 493 et 20 866 personnes en juillet 2005.

En dépit du fait que le travail intérimaire ne représente que 2,6% de l'emploi total au Luxembourg au cours de 2004[25], il n'en demeure pas moins intéressant à observer car il fait office d'indicateur avancé des évolutions sur le marché de l'emploi. En effet, 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 sont des évolutions qui témoignent de ce rôle. Tout au long de l'année 2004, le rythme des créations d'emplois a emprunté un sentier de croissance consolidé dans le sillage de la reprise soutenue de la croissance de l'emploi intérimaire (10,4%), de l'accélération vigoureuse de la progression du nombre d'entreprises employant des travailleurs intérimaires (11,6%), et du décollage du nombre de contrats offerts par ces entreprises (14,8%) (après 8,4% 3,5% et 13,2% l'année précédente). Les premières données disponibles concernant le travail intérimaire pour le mois de janvier 2005 mettent en lumière une poursuite de ce renforcement remarquable de la croissance de ces indicateurs avancés, qui constituent les prémisses d'une progression plus substantielle de la création d'emplois tout au long de l'année en cours.

La reprise de la conjoncture observée depuis 2002 a continué à progressivement stimuler l'évolution des principaux agrégats de l'emploi au cours des premiers mois de 2005. De fait, les trajectoires respectives de ces indicateurs de l'emploi ont poursuivi leur réajustement graduel à la hausse dans la foulée de ce redressement de la conjoncture. Cependant, ce redémarrage est, somme toute, relativement modeste à l'aune des évolutions historiques, car ces agrégats de l'emploi n'ont pas renoué avec les taux de croissance particulièrement robustes observés avant 2001. D'ailleurs, l'évolution à la hausse du taux de chômage moyen au cours des sept premiers mois de 2005 en comparaison avec la même période de l'année précédente témoigne du fait que cette progression de l'emploi ne permet pas de stabiliser le taux de chômage au Luxembourg.

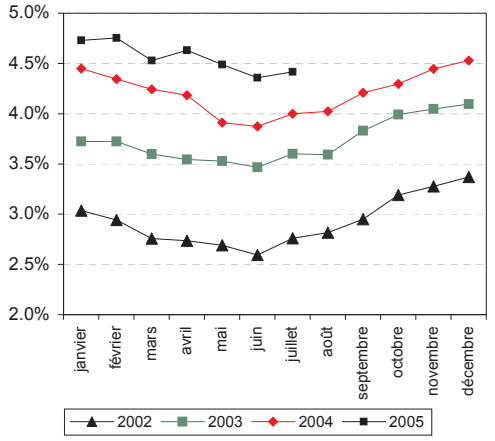
1.3.7.2 Le chômage

Parallèlement à la reprise graduelle de la croissance économique et de l'emploi, la situation sur le front du chômage est demeurée dans une phase de convalescence encore empreinte des séquelles du récent ralentissement de l'activité au cours des sept premiers mois de 2005. De fait, en dépit de la décélération de la croissance annuelle du nombre de demandeurs d'emplois au cours de cette période sous revue (12,3% après 17,0% l'année précédente), toutes les valeurs mensuelles observées au cours des sept premiers mois de cette année (9 579 personnes en moyenne) ont été supérieures aux valeurs respectives de l'année précédente (8 540 chômeurs en moyenne).

Dès lors, le taux de chômage «strict» moyen pendant les sept premiers mois de 2005 s'est établi à 4,6% après 4,1% au cours de la même période de l'année précédente. Sur base «désaisonnalisée», une hausse du taux de chômage s'est manifestée au cours des premiers mois de 2005 (partant de 4,4% en janvier, il a gravi jusqu'à 4,7% en juillet) menant à la conclusion que le sentier intra-annuel de baisse emprunté par le taux de chômage non ajusté est de nature saisonnière et ne découle pas d'une amélioration de fond de la situation.

Graphique 30

Taux de chômage au sens "strict" (en pourcentage de la population active)



Source: IGSS, STATEC

25 *Les données concernant le travail intérimaire ne sont disponibles que jusqu'en janvier 2005.*

Les hommes continuent d'être majoritairement touchés par le chômage. Ils ont représenté en moyenne 55,9% de l'effectif total au cours des sept premiers mois de 2005. Tout comme l'année précédente, la ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âges révèle que les individus âgés de 31 à 40 ans continuent de représenter plus d'un quart des personnes inscrites à l'Administration de l'emploi (ADEM) (26,8 % plus précisément). On observe depuis le début de l'année 2003 une hausse graduelle du chômage de longue durée – c'est-à-dire des personnes inscrites depuis plus de 12 mois à l'ADEM – laquelle comprend désormais le contingent de chômeurs le plus important (plus d'un chômeur sur quatre en moyenne au cours des sept premiers mois de 2005). En outre, au cours des sept premiers mois de 2005, la hausse la plus importante du nombre de chômeurs a touché les individus enregistrés depuis plus de 12 mois (16,9% en glissement annuel) ce qui témoigne d'un allongement de la durée moyenne du chômage.

Le taux de chômage au sens «large», qui englobe les chômeurs occupés dans le cadre d'une mesure de mise au travail ou de formation s'est aussi établi au cours des sept premiers mois de 2005 à un niveau supérieur à celui de l'année précédente et ceci en dépit d'un fléchissement graduel au cours de la période. Ce taux de chômage s'inscrit à 6,2% en moyenne au cours de la période sous revue, ce qui représente 13 037 personnes (après 5,7% soit 11 675 personnes l'année précédente à la même période). Cette évolution est à la fois attribuable à la hausse annuelle de la composante «stricte», ainsi qu'à l'augmentation du nombre de mesures spéciales pour l'emploi. De fait, ce dernier nombre a atteint 3 458 personnes en moyenne de janvier à juillet 2005 (après 3 135 unités l'année précédente).

Le nombre d'offres d'emplois non satisfaites (OENS), qui sont autant d'opportunités de sortie du chômage pour les personnes sans emploi, s'est substantiellement renforcé tout au long des sept premiers mois de 2005 (+21,0% en moyenne en glissement annuel), en ligne avec le raffermissement qui se dessine depuis le deuxième trimestre de 2004 (+15,3%). De fait, 1 206 emplois ont été proposés en moyenne depuis le début de 2005 (après 1 002 postes offerts en moyenne en 2004 à la même période). Un tiers de ces postes vacants se situent dans les secteurs/métiers 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 s'adresse quant à elle également aux étrangers). La baisse de ce ratio au cours des sept premiers mois de 2005, comparativement à l'année précédente, met en lumière une amélioration de l'appariement entre l'offre et la demande de travail (en moyenne 8 candidats potentiels inscrits à l'ADEM pour un poste offert au cours des premiers mois de 2005 contre un ratio de 9 à 1 l'année écoulée). L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation demeure la plus substantielle: «Travailleurs des transports » (un emploi offert pour 25 chômeurs potentiellement intéressés), «Vendeurs» (1/25) et «Autres services» (1/14). 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 «Employés de bureau» (une proposition d'emploi pour 3 demandes potentielles), des «Professions libérales, techniciens et assimilés» (1/4) et des «Directeurs et cadres administratifs supérieurs» (1/6).

Dans une optique prospective, et au regard des premières données disponibles pour le marché de l'emploi en 2005, le deuxième semestre de l'année en cours devrait certes confirmer progressivement les signes d'amélioration mis en exergue, tout en demeurant convalescent en particulier sur le front du chômage.

1.3.7.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS[26], la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est établie à 3,1% au cours du premier trimestre de 2005, en décélération par rapport au premier trimestre de l'année précédente (3,5%).

La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que c'est la moindre contribution des «autres composantes» (0,6pp après 1,0pp au cours du premier trimestre de 2004) qui est à l'origine de cette modération, la contribution de l'indexation étant demeurée inchangée (à hauteur de 2,5pp). Les données disponibles pour le mois d'avril 2005 indiquent quant à elles une nouvelle accélération de la croissance de cet indicateur de coûts (4,0% après 3,4% en avril 2004). L'étiologie de cette évolution se caractérise par la contribution plus importante des «autres composantes» à la croissance (1,5pp contre 0,9pp).

Le principal fait qui risque d'influer significativement sur l'évolution de cet indicateur de coûts salariaux d'ici la fin de l'année courante résulte de la prochaine arrivée à échéance d'une tranche d'indexation, dont les effets devraient se faire sentir au cours du dernier trimestre de 2005.

26 *IGSS: Inspection Générale de la Sécurité Sociale.*

Tableau 16 ***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*
1996	0,8	1,0	1,8
1997	2,3	0,6	2,9
1998	0,2	1,6	1,8
1999	1,0	1,9	3,0
2000	2,7	1,7	4,4
2001	3,1	2,3	5,5
2002	2,1	1,0	3,1
2003	2,1	1,2	3,2
2004	2,1	1,0	3,1
Trimestres			
2004T1	2,5	1,0	3,5
2004T2	2,5	1,0	3,5
2004T3	0,8	0,9	1,7
2004T4	2,5	1,0	3,5
2005T1	2,5	0,6	3,1
Mois			
200501	2,5	1,1	3,6
200502	2,5	0,3	2,8
200503	2,5	0,6	3,1
200504	2,5	1,5	4,0

Source: IGSS

1.3.8 Le secteur financier

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

Evolution générale de l'emploi dans le secteur financier

Le regain d'activité sur la place financière se répercute également sur l'évolution de l'emploi dans le secteur financier.

Toutefois, l'analyse de l'emploi doit être effectuée à la lumière des deux considérations importantes:

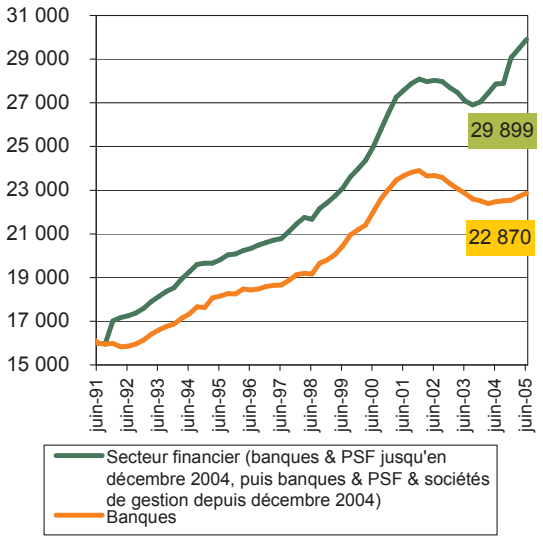
- la collecte de données sur l'emploi dans le secteur financier a été élargi aux sociétés de gestion (chapitre 13 de la loi du 20 décembre 2002), qui ont été recensées pour le première fois au 31 décembre 2003. Depuis décembre 2003, le nombre des sociétés de gestion reprises sur la liste officielle de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) a fortement évolué. Cet élargissement de la population recensée conduit à un effet de base dans l'analyse de l'effectif du secteur financier.
- des entités appartenant aux divers sous secteurs composant le secteur financier (établissements de crédit, professionnels du secteur financier et sociétés de gestion) changent de statut et sont dès lors recensées dans un autre sous-secteur. Ainsi, par exemple, des établissements de crédit sont transformés en professionnels du secteur financier ou vice-versa. Bien que ces mouvements entre sous-secteurs n'aient pas d'impact au niveau de l'analyse de l'emploi du secteur financier dans son ensemble, ils rendent difficile l'analyse de l'emploi dans les divers sous-secteurs.

Au 30 juin 2005, l'emploi dans le secteur financier s'est élevé à 29 899 unités, ce qui représente 9,5 % de l'emploi intérieur total au Luxembourg. Par rapport au 30 juin

de l'année précédente, l'emploi dans le secteur financier a augmenté de 1 937 unités soit 1,2%. L'effectif du secteur financier se compose de 26,2% de luxembourgeois et 73,8% d'étrangers.

Graphique 31

Evolution de l'emploi dans le secteur financier



Source: BCL

La situation dans le secteur bancaire

L'effectif du secteur bancaire est établi à 22 870 emplois au 30 juin 2005, contre 22 549 au 31 décembre 2005, soit une augmentation de 1,42%. La création nette d'emplois dans le secteur bancaire a progressé de façon continue à partir du second semestre 2004 (dès juin 2004), avec une accélération au début de l'année 2005. Ainsi, sur les 400 emplois créés entre juin 2004 et juin 2005, 321 (80%) l'ont été au cours des deux derniers trimestres de cette période. Cette évolution est d'autant plus remarquable que les différentes opérations de créations et de liquidations de banques se sont traduites par un solde d'emplois négatif.

Depuis 12 mois, les pertes nettes d'emplois ont cédé la place à des créations nettes, ce qui constitue une tendance encourageante. Toutefois, la progression de l'emploi reste modeste, et peut se trouver hypothéquée par le moindre retournement de tendance, en particulier sur les marchés financiers. Le secteur bancaire luxembourgeois semble être incité à la prudence en matière de créations d'emplois.

La situation dans le secteur des PSF

Entre le 31 décembre 2004 et le 30 juin 2005, l'effectif des PSF a progressé de 0,46%, passant de 6 059 à 6 087 emplois, soit une création nette de 21 emplois sur le premier semestre 2005. Cette progression doit être soulignée dans la mesure où, durant cette période, l'établissement JP Morgan Fleming Asset Management (Europe), important pourvoyeur d'emploi, a opté pour une transformation en société de gestion. Cependant, durant toute l'année 2004, l'application de la loi du 2 août 2003 avait entraîné une forte progression de l'effectif des PSF par le biais d'un effet de base important. Ce phénomène s'est poursuivi au premier semestre 2005. Ainsi, l'extension de la base de collecte représente des créations nettes de 144 emplois entre décembre 2004 et mars 2005 et 165 entre mars et juin 2005. Si l'on raisonne à périmètre constant (fixé au 31 décembre 2004), l'effectif du secteur des PSF aurait dû atteindre 5 778 emplois au 30 juin 2005, soit une baisse de 4,51% par rapport au 31 décembre 2004. Parallèlement, une hausse de l'activité a pu être observée, notamment en ce qui concerne les établissements dépositaires. Rappelons à cet égard qu'entre le 30 juin 2004 et le 30 juin 2005, le résultat net moyen par établissement est passé de 1,46 millions d'euros à 1,68 millions d'euros.

La situation dans le secteur des sociétés de gestion

Entre le 31 décembre 2004 et le 30 juin 2005, l'effectif des sociétés de gestion est passé de 513 à 942 emplois, soit une hausse de 83,6%. Cette hausse atteint 107,5% sur un an (depuis le 30 juin 2004). A l'image de la base de collecte des PSF, celle des sociétés de gestion s'est considérablement élargie depuis septembre 2004. Ainsi, ce sont 363 (sur 480) emplois supplémentaires qui peuvent être expliqués par le seul fait de l'extension de la base de collecte. Cet effet de base a été particulièrement sensible en fin de période, puisque la transformation du PSF JP Morgan Fleming Asset Management (Europe) en société de gestion s'est traduite par un apport supplémentaire de 296 emplois.

1.3.8.2 Les établissements de crédit

• L'évolution du nombre des établissements de crédit

Le processus de concentration dans le paysage bancaire luxembourgeois, souvent initié par les maisons-mères des entités luxembourgeoises, s'est poursuivi au cours de l'année 2005. Contrairement à ce que suggère le développement favorable des différents domaines d'activités du secteur bancaire au Luxembourg, la pression concurrentielle pèse lourdement sur les établissements de crédit. En effet, l'activité bancaire doit être considérée dans un contexte global où la rentabilité joue un rôle de plus en plus important et pousse les acteurs à rechercher des rendements d'échelle dans le but de limiter leurs frais de fonctionnement. Dans cette perspective, les groupes bancaires qui ont plusieurs implantations au

Luxembourg sont confrontés à la question de savoir si le maintien des différentes entités répond encore à l'objectif du groupe. La stratégie souvent adoptée consiste alors à concentrer des activités sur une seule entité à Luxembourg, afin de réaliser des rendements d'échelle.

Le tableau ci-dessous fournit un aperçu détaillé du développement du nombre d'établissements de crédit. Il fait état d'une réduction nette de cinq unités au cours de l'année 2005, portant ainsi le nombre d'entités inscrites sur le tableau officiel à 157 unités au 29 août 2005.

Tableau 17 ***L'évolution du nombre des établissements de crédit au Luxembourg***

Etablissement de crédit	*Constitution*	*Retrait*	*Explications*
Cortal Consors Luxembourg		01.01.2005	Fusion avec BNP Paribas Luxembourg
Banque Continentale du Luxembourg S.A.		01.01.2005	Fusion avec Kredietbank S.A. Luxembourgeoise
Nord Europe Private Bank S.A.	01.01.2005		PSF VMS Luxembourg S.A. transformé en banque
Crédit Suisse Luxembourg Branch	01.01.2005		
Kaupthing Bunadarbanki, Luxembourg Branch		24.01.2005	Fermeture
ISB (Luxembourg) S.A.	04.03.2005		
Allgemeine Deutsche Direktbank International S.A.		22.04.2005	Liquidation
American Express Bank (Luxembourg) S.A.		17.06.2005	Transformé en PSF American Express Financial Services (Luxembourg) S.A.
Banca Sella S.p.A., succursale de Luxembourg		24.06.2005	Liquidation
Crédit Lyonnais Luxembourg S.A.		01.07.2005	Fusion avec Crédit Agricole Luxembourg
ABN AMRO Mellon Global Securities Services, Luxembourg Branch	01.08.2005		
Crédit Lyonnais S.A., succursale de Luxembourg		12.08.2005	Liquidation
Lampebank International S.A.		23.08.2005	Fermeture

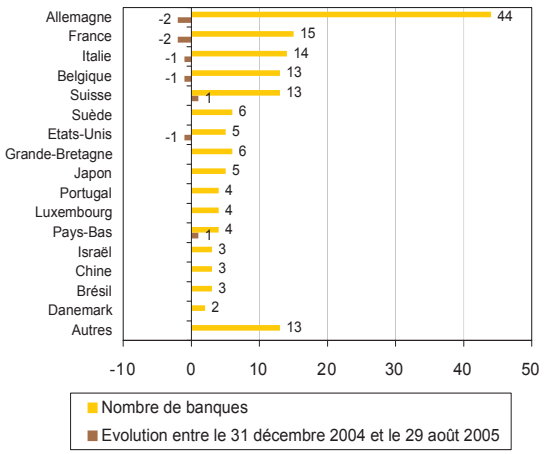
Source: BCL

Dans ce contexte, il y a lieu de noter que les fermetures respectives des succursales luxembourgeoises de la Banca Sella S.p.A. et du Crédit Lyonnais s'apparentent également à des fusions bancaires. En effet, dans les deux cas, les succursales ont transféré leurs actifs et passifs aux filiales luxembourgeoises des deux groupes bancaires. Ceci s'explique par le fait que, d'un point de vue juridique, la succursale n'est pas une entité distincte et ne peut donc pas fusionner avec une autre entité.

Le graphique suivant montre la répartition des banques par origine géographique. Les banques allemandes dominent l'activité bancaire au Luxembourg avec 44 unités. Au 29 août 2005, on dénombrait notamment 15 banques d'origine française, 14 d'origine italienne, 13 d'origine belge, 13 d'origine suisse et 4 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 44 banques d'origine allemande, ces 6 pays représentent 66 % du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

Graphique 32

Répartition géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



Source: BCL

• La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

Les perturbations sur les marchés financiers internationaux ainsi que les attentats terroristes, survenus au cours de l'année 2001, ont constitué un frein au développement des activités bancaires tant au Luxembourg qu'au niveau international. Dès janvier 2002, le volume de l'activité bancaire, mesuré par la somme des bilans des banques, s'est nettement replié pour atteindre un palier de 653 514 millions d'euros en mai 2003, avant d'entamer une nouvelle phase de croissance.

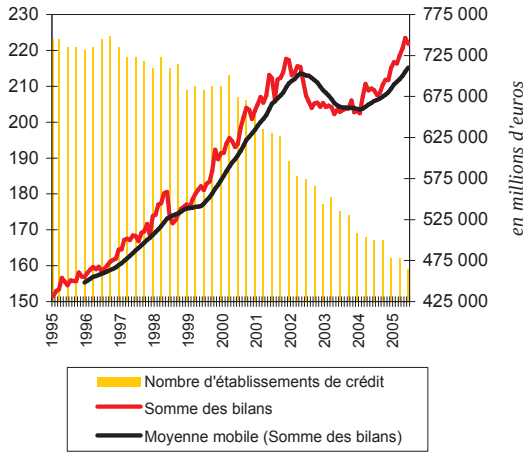
L'amélioration du climat économique général et la bonne tenue des marchés boursiers, en dépit de l'accroissement sensible des prix pétroliers, ont généré un regain de confiance de la part des entreprises et des investisseurs, ce qui a stimulé la reprise de l'activité bancaire au cours des années 2004 et 2005. Ainsi, le développement favorable des activités, amorcé au cours du second semestre de l'année 2003, a repris de la vigueur durant l'année 2004 et sur cette lancée, le taux de croissance annuel moyen de la somme des bilans a atteint 7,6% en 2005.

A l'actif du bilan, l'augmentation du volume d'activités, qui s'est manifestée en premier lieu au niveau des créances s'est également répercutée sur le portefeuille titres au cours du second trimestre de l'année en cours. Au passif du bilan, on notera particulièrement la hausse des dépôts de la clientèle privée non bancaire, qui a affiché un taux de croissance annuel moyen de 8% en 2005. Il est à noter qu'en 2004 ces dépôts n'avaient atteint qu'une croissance annuelle moyenne de 1,7%.

Le graphique qui suit illustre entre autres le gain du volume d'activité observé entre fin décembre 2004 (695 103 millions d'euros) et fin juillet 2005 (739 180 millions d'euros).

Graphique 33

Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1995 à juillet 2005



Source: BCL

La réduction nette du nombre des établissements de crédit, observée au cours de l'année 2005, n'est pas synonyme de perte d'attractivité de la place financière, puisqu'elle est accompagnée d'une hausse du volume d'activité.

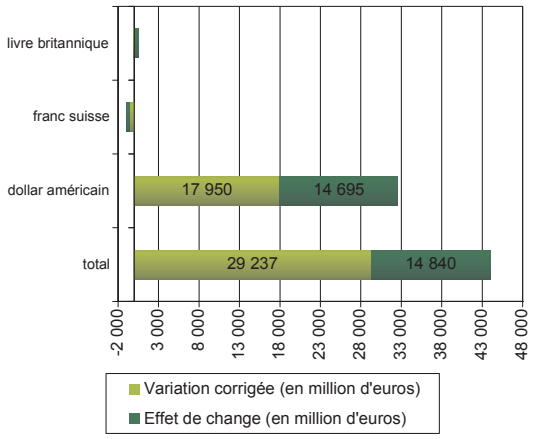
Ce renforcement de l'activité, observé au cours des sept premiers mois de l'année, est également confirmé par l'analyse de la somme moyenne de bilan par banque. La réduction du nombre d'établissements de crédit de 162 à 157 unités, survenue entre décembre 2004 et juillet 2005, s'accompagne d'une hausse du volume moyen d'activité par banque, qui est passé de 4 291 millions d'euros à 4 678 millions d'euros (+9,0%) au cours de la même période.

En dépit de la concentration observée en ce qui concerne le nombre d'unités présentes au Luxembourg, la place financière semble donc conserver son attrait pour les investisseurs étrangers.

La hausse de la somme de bilan de 44 077 millions d'euros entre le 31 décembre 2004 et le 31 juillet 2005 se décompose en une hausse réelle (ou corrigée) de 29 237 millions d'euros et un effet de change positif à raison de 14 840 millions d'euros. En d'autres termes, plus du tiers de cette hausse est lié à l'évolution des taux de change des principales devises du bilan vis-à-vis de l'euro. Le dollar américain, qui représente 20% des devises du bilan, s'est raffermi de plus de 11% sur cette période. Il représente par conséquent 99% de l'effet de change total, alors que le cours de change des autres principales devises du bilan (franc suisse et livre britannique) est demeuré relativement stable.

Graphique 34

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



Source: BCL

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

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 se sont élevées à 391 176 millions d'euros au 31 juillet 2005, soit une hausse de 6,5% par rapport au 31 décembre 2004. Ainsi, à la fin du mois de juillet 2005, les créances interbancaires représentaient 75,5% de l'ensemble des crédits des banques et 52,9% du total des actifs.

La clientèle non bancaire a profité des taux d'intérêt historiquement bas pour augmenter son recours aux crédits bancaires à 126 801 millions d'euros au 31 juillet 2005, soit une hausse de 5,8% par rapport à la même date de l'année précédente. Depuis le 31 décembre 2004, les crédits sur la clientèle non bancaire se sont accrus de 4,5%.

Le portefeuille titre a également fortement augmenté, passant de 174 522 millions d'euros fin 2004 à 198 322 millions d'euros au 31 juillet 2005.

Tableau 18 ***Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (en millions d'euros; encours en fin de période)***

Actifs	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif [1)]*
				2004/07 - 2005/07		*2005/06 - 2005/07*		
	2004/07	*2005/06*	*2005/07*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2005/07*
Créances interbancaires	367 369	398 901	391 176	23 807	6,5	-7 725	-1,9	52,9
Créances sur la clientèle	119 804	127 165	126 801	6 997	5,8	- 364	-0,3	17,2
Portefeuille titres	175 444	197 638	198 322	22 878	13,0	684	0,3	26,8
Autres actifs	20 230	22 776	22 881	2 651	13,1	105	0,5	3,1
Total de l'actif	682 847	746 480	739 180	56 333	8,2	-7 300	-1,0	100,0

Source: BCL
1) Poids relatif par rapport au total des actifs

La prédominance des opérations interbancaires, constatée à l'actif du bilan des banques, peut également être observée au passif, où elles représentent 47,2% du total du passif et 58,5% de l'encours de dettes. Le refinancement interbancaire est en hausse de 18 958 millions d'euros, soit 5,7% entre décembre 2004 et juillet 2005.

Les dépôts de la clientèle non bancaire s'élevaient à 247 277 millions d'euros au 31 juillet 2005, soit une hausse de 12,6% sur base annuelle. Cette tendance positive montre que la place financière luxembourgeoise maintient son attrait, en dépit de contraintes telles que les «amnisties» fiscales dans certains pays européens et l'entrée en vigueur de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne au premier juillet 2005.

De juillet 2004 à juillet 2005, les établissements de crédits ont accru le recours au refinancement par l'émission de titres de créance, dont l'encours s'élève à 85 332 millions d'euros au 31 juillet 2005.

Tableau 19 ***Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)***

Passifs	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif [1)]*
				2004/07 - 2005/07		*2005/06 - 2005/07*		
	2004/07	*2005/06*	*2005/07*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2005/07*
Dettes interbancaires	336 087	354 194	348 719	12 632	3,8	-5 475	-1,5	47,2
Dettes envers la clientèle	219 518	249 155	247 277	27 759	12,6	-1 878	-0,8	33,5
Dettes représentées par un titre	71 783	85 181	85 332	13 549	18,9	151	0,2	11,5
Autres passifs	55 459	57 950	57 852	2 393	4,3	-98	-0,2	7,8
Total du passif	682 847	746 480	739 180	56 333	8,2	-7 300	-1,0	100,0

Source: BCL
1) Poids relatif par rapport au total des passifs

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 à peine 15% résultent d'opérations avec des clients résidents. La décomposition géographique des actifs et des passifs ne peut pas être effectuée pour l'ensemble des postes du bilan. Les informations nécessaires ne sont en effet pas disponibles et de surcroît, une telle répartition n'est pas très appropriée pour certains postes d'actif et/ou de passif telles que les immobilisations non-financières et le capital, les réserves et le fonds pour risques bancaires généraux.

Cette restriction ne porte cependant pas préjudice à l'analyse géographique des actifs dans leur ensemble. Ainsi, au 31 juillet 2005, la ventilation géographique en fonction du pays de résidence des contreparties pouvait être effectuée pour 96,9% des actifs et 80,6% des passifs. Alors que du côté de l'actif les crédits et les portefeuilles de titres (716 155 millions d'euros au total) peuvent se prêter à une ventilation géographique, sur le versant du passif seules les dettes (595 996 millions d'euros) peuvent faire l'objet d'une telle ventilation.

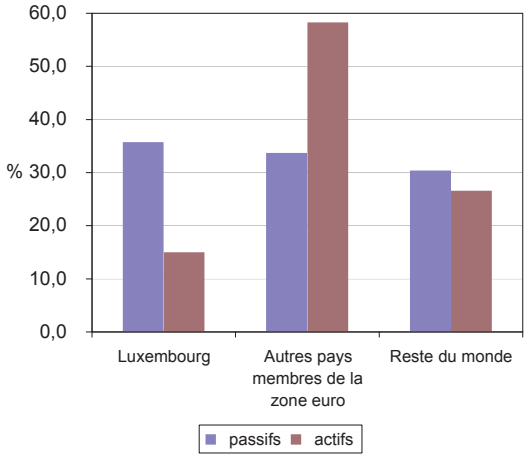
La divergence entre l'origine et l'affectation des fonds, principalement pour ce qui est des contreparties de la zone euro, est décrite dans le graphique qui suit.

L'excédent de dépôts recueillis auprès des résidents luxembourgeois par rapport aux crédits accordés à des résidents luxembourgeois confirme le caractère international de la place financière. En effet, les sociétés financières telles 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, de nombreuses sociétés non financières effectuent la gestion de leur trésorerie au Luxembourg, ce qui se traduit également par des placements importants auprès des établissements de crédit luxembourgeois. Notons enfin que les particuliers non-résidents détiennent également d'importants dépôts au Luxembourg. Ainsi, l'épargne collectée auprès des non-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 monétaire[27].

27 *Cf. également "Les dépôts de la clientèle non-bancaire ".*

Graphique 35

Répartition géographique des actifs et passifs des banques luxembourgeoises (en pourcentage) au 31 juillet 2005



Source: BCL

Les crédits à la clientèle non-bancaire

Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire s'élèvaient à 31 055 millions d'euros au 31 juillet 2005 contre 25 880 millions d'euros à la même date de l'année précédente (+20,0%). Sur l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois, les ménages représentent 37,5%, avec un encours total de 11 648 millions d'euros à fin juillet 2005, en augmentation de 10,6% par rapport à juillet 2004. Dans ce contexte, on notera que la majeure partie des crédits aux ménages luxembourgeois (81,2%), se compose de crédits immobiliers.

Tableau 20 ***Crédits aux résidents luxembourgeois (encours en fin de période)***

Crédits au secteur non-bancaire	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif [1)]*
				2004/07 - 2005/07		*2005/06 - 2005/07*		
	2004/07	*2005/06*	*2005/07*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2005/07*
Administrations publiques	913	981	1 005	92	10,0	24	2,4	3,2
Autres intermédiaires financiers	7 838	11 592	10 645	2 807	35,8	-947	-8,2	34,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	100	137	154	54	53,7	17	12,5	0,5
Sociétés non financières	6 496	7 766	7 603	1 107	17,0	-164	-2,1	24,5
Ménages & ISBLM	10 533	11 542	11 648	1 115	10,6	106	0,9	37,5
Crédits à la consommation	1 141	1 176	1 176	35	3,1	0	0,0	10,1
Crédits immobiliers	8 337	9 324	9 454	1 117	13,4	130	1,4	81,2
Autres crédits	1 055	1 042	1 018	-37	-3,5	-24	-2,3	8,7
Total	**25 880**	**32 018**	**31 055**	**5 175**	**20,0**	**-963**	**-3,0**	**100,0**

Source: BCL

1) 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 demande élevée de crédits immobiliers de la part des ménages luxembourgeois s'explique essentiellement par deux facteurs.

D'une part, la demande soutenue pour des logements au Luxembourg fait face à une offre limitée. Ce déséquilibre alimente une forte pression sur les prix des immeubles et terrains ainsi que sur les loyers. D'autre part, le coût historiquement faible du financement incite de nombreux particuliers à acquérir un logement.

Ainsi, au cours des sept premiers mois de l'année 2005, le volume mensuel moyen des nouveaux crédits immobiliers octroyés par les établissements de crédit aux résidents de la zone euro, s'est élevé à 162 millions d'euros.

Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, ont peut supposer que le montant des crédits octroyés à des ménages résidents s'est établi à environ 154 millions d'euros en moyenne mensuelle durant les 7 premiers mois de 2005. Au cours de l'année 2004, le volume mensuel moyen des nouveaux crédits immobiliers aux ménages luxembourgeois était de 142 millions d'euros alors qu'en 2003 il s'élevait à 107 millions d'euros.

La demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers a gagné en importance, avec une croissance de 35,8% ou 2 807 millions d'euros entre juillet 2004 et juillet 2005, pour représenter un poids relatif de 34,3% des encours des crédits du secteur non-bancaire aux résidents luxembourgeois à l'issue de cette période. Ce développement est à mettre en parallèle avec l'accroissement du nombre d'intervenants dans ce secteur. Le législateur a également soutenu cette évolution favorable avec la loi du 15 juin 2004 relative à la SICAR[28]. Par contre, les sociétés d'assurances et fonds de pension, avec un poids relatif de 0,5%, jouent un rôle mineur dans la demande de crédits – en dépit d'un accroissement assez fort (+53,7% sur un an). La faible demande de crédits s'explique par le fait que les sociétés d'assurances financent leurs placements en titres de créance par le biais, notamment, de l'encaissement de primes.

Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

La clientèle résidente non-bancaire des autres pays membres de la zone euro se caractérise en premier lieu par l'importance des opérations réalisées avec des sociétés non financières. Malgré une baisse de 576 millions d'euros (-2,0%) survenue entre juillet 2004 et juillet 2005, leur part relative représente près de la moitié (49,3%) du volume total des crédits aux résidents des autres pays de la zone euro.

En ce qui concerne les crédits accordés aux ménages des autres pays membres de la zone euro, on constate que ces derniers ont essentiellement recours à des crédits qui ne sont pas destinés à la consommation ou à l'investissement immobilier. L'importance de ces crédits, qui représentent 94,7% de l'encours total des crédits accordés aux ménages & ISBLM[29], s'explique par les investissements de portefeuille des ménages non-résidents, qui nécessitent la mise en place de crédits comptabilisés par les banques sous la rubrique des autres crédits. On constate cependant que les crédits immobiliers octroyés à des résidents d'autres pays de la zone euro progressent de 6,4% sur une base annuelle (juillet 2004 à juillet 2005), pour arriver à un encours de 543 millions d'euros en juillet 2005.

La hausse de 1 008 millions d'euros (+473,2%) des crédits accordés aux sociétés d'assurances et fonds de pension durant les sept premiers mois de l'année 2005 est liée à l'activité intra groupe, c'est-à-dire à l'octroi de crédits à des sociétés d'assurances faisant partie du même groupe que l'établissement de crédit luxembourgeois qui octroie le financement. Toutefois, le poids relatif des crédits aux compagnies d'assurances et fonds de pension demeure relativement faible, puisqu'il se limite à 2,1% des crédits aux résidents non-bancaires des autres pays de la zone euro.

Les autres intermédiaires financiers ont augmenté le volume de leurs crédits de 1 205 millions d'euros par rapport à juillet 2004, soit une croissance de 12,0% sur base annuelle.

28 *Société d'investissement en capital à risque*

29 *ISBLM : Institutions sans but lucratif au service des ménages*

Tableau 21 ***Crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)***

Crédits au secteur non-bancaire	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif [1)]*
				2004/07 - 2005/07		*2005/06 - 2005/07*		
	2004/07	*2005/06*	*2005/07*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2005/07*
Administrations publiques	4 471	4 105	4 365	-106	-2,4	260	6,3	7,4
Autres intermédiaires financiers	10 028	10 872	11 233	1 205	12,0	360	3,3	19,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	213	1 191	1 221	1 008	473,2	29	2,5	2,1
Sociétés non financières	29 492	28 365	28 916	-576	-2,0	550	1,9	49,3
Ménages & ISBLM	12 765	12 933	12 953	188	1,5	20	0,2	22,1
Crédits à la consommation	147	148	145	-2	-1,5	-3	-2,1	1,1
Crédits immobiliers	510	540	543	33	6,4	3	0,6	4,2
Autres crédits	12 108	12 245	12 265	157	1,3	20	0,2	94,7
Total	**56 969**	**57 468**	**58 687**	**1 718**	**3,0**	**1 220**	**2,1**	**100,0**

Source: BCL
1) Poids relatif par rapport au total des crédits et poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages.

Les crédits aux résidents du reste du monde

La ventilation par secteur économique des débiteurs du reste du monde n'est disponible que sur base trimestrielle, ce qui limite l'analyse au 30 juin 2005.

Au 30 juin 2005, le volume des crédits a affiché une croissance de 1,1% sur base annuelle, portant l'encours total des crédits à 37 679 millions d'euros. Les crédits aux sociétés non financières sont en hausse de 5,7% sur un an et représentent 39,7% du poids relatif des crédits aux résidents du reste du monde à la fin du premier semestre 2005. Les administrations publiques hors zone euro ont augmenté leur recours à des crédits octroyés par des banques luxembourgeoises à raison de 17,1% ou 296 millions d'euros pendant l'année en cours, de sorte que ces crédits se montaient à 2 030 millions d'euros à la fin du deuxième trimestre 2005. Les autres intermédiaires financiers jouent le rôle le plus important, comme le montre le tableau ci-dessous, avec un poids de 42,7% et un encours de crédits de 16 098 millions d'euros au 30 juin 2005.

Tableau 22 ***Crédits aux résidents des pays du reste du monde (encours en fin de période)***

Crédits au secteur non-bancaire	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif [1)]*
				2004/06 - 2005/06		*2005/03 - 2005/06*		
	2004/06	*2005/03*	*2005/06*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2005/06*
Administrations publiques	1 734	1 985	2 030	296	17,1	46	2,3	5,4
Autres intermédiaires financiers	16 856	15 606	16 098	-758	-4,5	492	3,2	42,7
Sociétés d'assurances et fonds de pension	71	67	91	20	27,6	23	34,8	0,2
Sociétés non financières	14 161	14 449	14 967	806	5,7	518	3,6	39,7
Ménages & ISBLM	4 464	3 707	4 493	29	0,7	786	21,2	11,9
Total	**37 286**	**35 814**	**37 679**	**393**	**1,1**	**1 865**	**5,2**	**100,0**

Source: BCL
1) Poids relatif par rapport au total des crédits.

Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 31 juillet 2005, l'encours des dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 247 277 millions d'euros, soit une hausse de 16 374 millions d'euros (7,1%) par rapport au 31 décembre 2004. Sur un an, c'est-à-dire entre juillet 2004 et juillet 2005, les dépôts de la clientèle non-bancaire étaient en hausse de 12,6% (27 759 millions d'euros).

Les dépôts des résidents

L'encours placé auprès des banques luxembourgeoises par la clientèle domestique non-bancaire atteignait 118 805 millions d'euros au 31 juillet 2005, soit 48,0% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Tableau 23 ***Dépôts des résidents luxembourgeois (encours en fin de période)***

Dépôts du secteur non-bancaire	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif* [1]
				2004/07 - 2005/07		*2005/06 - 2005/07*		
	2004/07	*2005/06*	*2005/07*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2005/07*
Administrations publiques	6 021	6 849	6 361	340	5,6	- 489	-7,1	5,4
Secteur financier	60 110	83 869	85 678	25 568	42,5	1 808	2,2	72,1
Autres intermédiaires financiers	55 732	79 934	81 486	25 754	46,2	1 552	1,9	68,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 378	3 935	4 191	-187	-4,3	256	6,5	3,5
Secteur non financier	24 092	25 690	26 767	2 675	11,1	1 077	4,2	22,5
Sociétés non financières	9 081	10 025	10 485	1 404	15,5	460	4,6	8,8
Ménages & ISBLM	15 011	15 665	16 282	1 271	8,5	617	3,9	13,7
Total	**90 223**	**116 408**	**118 805**	**28 582**	**31,7**	**2 397**	**2,1**	**100,0**

Source: BCL
1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

La position principale en terme de poids relatif (68,6%), est assumée par les dépôts des autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) avec un encours de 81 486 millions d'euros en juillet 2005, soit un accroissement de 25 754 millions d'euros ou 46,2% sur un an. Dans ce contexte, on note que les activités des autres intermédiaires se développent très favorablement grâce à divers facteurs tels que l'évolution positive des marchés boursiers, l'accroissement du nombre des autres intermédiaires et le développement de la législation luxembourgeoise, qui favorise le développement des activités de ce secteur.

Au 31 juillet 2005, les résidents luxembourgeois du secteur non-bancaire investissaient leurs dépôts, dont le volume total s'élevait à 118 805 millions d'euros, à raison de 46% en dépôts à vue et de 54% en dépôts à terme. La proportion élevée des dépôts à vue peut s'expliquer par différents facteurs. Tout d'abord, les ménages maintiennent souvent des dépôts bancaires pour des périodes très courtes, en attendant de les investir dans d'autres actifs. De plus, pour les autres intermédiaires financiers, les établissements de crédit offrent des comptes à vue qui peuvent être rémunérés au même titre que les dépôts à court terme. Ces produits sont offerts à la clientèle institutionnelle dans le but d'éviter que des dépôts à terme soient ouverts et clôturés à brève échéance.

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

La majeure partie des dépôts du secteur non-bancaire provenant des résidents des autres pays membres de la zone euro, est issue du secteur non financier, avec un volume de 52 085 millions d'euros et un poids relatif de 66,4%. Ce poste se répartit en 25 044 millions d'euros pour les dépôts effectués par les sociétés non financières et en 27 041 millions d'euros pour les ménages. Contrairement aux ménages résidents luxembourgeois, les ménages des autres pays membres de la zone euro répartissent leurs dépôts à raison de 26,2% en dépôts à vue et de 73,8% en dépôts à terme.

Les entités du secteur financier et les administrations publiques, qui regroupent 33,6% de l'encours total, ont augmenté leurs dépôts de 3 425 millions entre juillet 2004 et juillet 2005. Dans ce contexte, il convient de mentionner la hausse de 35,2% des dépôts des sociétés d'assurances et fonds de pension sur un an. Le poids relatif de ces établissements demeure cependant assez faible, avec 7,7% du total.

Tableau 24 ***Dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)***

Dépôts du secteur non-bancaire	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif [1)]*
				2004/07 - 2005/07		*2005/06 - 2005/07*		
	2004/07	*2005/06*	*2005/07*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2005/07*
Administrations publiques	2 165	2 874	2 836	671	31,0	- 37	-1,3	3,6
Secteur financier	20 818	22 883	23 572	2 754	13,2	689	3,0	30,0
Autres intermédiaires financiers	16 369	17 069	17 557	1 188	7,3	488	2,9	22,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 449	5 814	6 015	1 566	35,2	201	3,5	7,7
Secteur non financier	58 577	55 884	52 085	-6 492	-11,1	-3 799	-6,8	66,4
Sociétés non financières	28 464	26 909	25 044	-3 420	-12,0	-1 865	-6,9	31,9
Ménages & ISBLM	30 113	28 976	27 041	-3 072	-10,2	-1 934	-6,7	34,5
Total	**81 560**	**81 641**	**78 494**	**-3 066**	**-3,8**	**-3 147**	**-3,9**	**100,0**

Source: BCL
1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

Les dépôts des résidents du reste du monde

A l'instar des crédits accordés aux résidents du reste du monde, la ventilation par secteur économique des déposants du reste du monde n'est disponible que sur base trimestrielle.

En ce qui concerne les dépôts des résidents du reste du monde, les ménages avaient, au 30 juin 2005, une part relative de 28,7%, avec un volume des dépôts de 14 644 millions d'euros sur un total de 51 106 millions d'euros. On notera encore que les dépôts des ménages du reste du monde ont affiché une croissance de 10,1% au cours du second trimestre de l'année en cours, soit 1 345 millions d'euros.

Les dépôts du secteur financier se composent quasi exclusivement des dépôts en provenance des autres intermédiaires financiers, dont le poids relatif atteignait 46,8% (23 906 millions d'euros) au 30 juin 2005.

Notons finalement que les sociétés non financières ont placé auprès des établissements luxembourgeois 23,2% (1 960 millions d'euros) de dépôts supplémentaires par rapport à fin juin 2004.

Tableau 25 ***Dépôts des résidents des pays du reste du monde (encours en fin de période)***

Dépôts du secteur non-bancaire	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif [1)]*
				2004/06 - 2005/06		*2005/03 - 2005/06*		
	2004/06	*2005/03*	*2005/06*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2005/06*
Administrations publiques	1 202	1 101	1 202	0	0,0	102	9,2	2,4
Secteur financier	23 056	22 848	24 838	1 782	7,7	1 990	8,7	48,6
Autres intermédiaires financiers	22 120	21 716	23 906	1 786	8,1	2 189	10,1	46,8
Sociétés d'assurances et fonds de pension	936	1 131	932	- 3	-0,4	- 199	-17,6	1,8
Secteur non financier	22 733	24 584	25 065	2 332	10,3	482	2,0	49,0
Sociétés non financières	8 462	11 285	10 421	1 960	23,2	- 863	-7,7	20,4
Ménages & ISBLM	14 272	13 299	14 644	372	2,6	1 345	10,1	28,7
Total	**46 991**	**48 532**	**51 106**	**4 115**	**8,8**	**2 574**	**5,3**	**100,0**

Source: BCL
1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

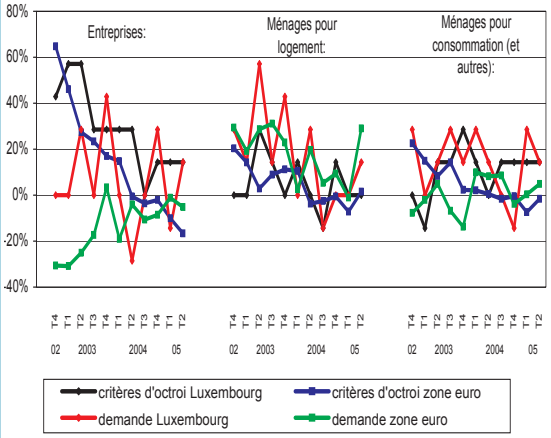
• L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

Si au Luxembourg les résultats de l'enquête des trois trimestres sous revue[30] font apparaître, en règle générale, un durcissement net des critères d'octroi relatifs à l'attribution des crédits, au niveau de la zone euro les données mettent en exergue un assouplissement net de ces critères. Du côté de la demande nette, les résultats sont plus contrastés.

Entreprises: Au Luxembourg, la baisse tendancielle du durcissement net des critères d'octroi concernant l'attribution des crédits aux entreprises a été interrompue. Les résultats des trois trimestres sous revue ont fait apparaître un durcissement net continu de ces critères de 14%. Cette évolution va à rebours de l'assouplissement net continu des critères d'octroi qui a été enregistré au niveau de la zone euro depuis plus d'un an déjà.

Graphique 36

L'évolution des critères d'octroi et de la demande de crédits au Luxembourg et dans la zone euro, pourcentages nets



Note: Pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part de banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement. Pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse.

Source: BCL, BCE

Si la concurrence bancaire a été citée comme ayant contribué à un assouplissement des critères d'octroi, cet élément a particulièrement gagné en importance au niveau de la zone euro lors des deux derniers trimestres sous revue. Néanmoins, les perceptions de risque et les coûts liés aux fonds propres ont continué d'être cités comme éléments principaux contribuant au durcissement net des critères d'octroi au Luxembourg, tandis qu'au niveau de la zone euro ces facteurs ont été beaucoup moins cités.

S'agissant de la demande des entreprises au Luxembourg, un durcissement net n'a été rapporté que pour deux des trois trimestres sous revue, malgré le durcissement net des critères d'attribution au long des trois trimestres. Au niveau de la zone euro, les données indiquent que la baisse de la demande nette est en déclin; ces résultats sont tout à fait cohérents avec l'assouplissement net des critères déjà mentionné.

Ménages (habitat): Les résultats relatifs aux critères d'octroi des crédits accordés aux ménages pour habitats n'ont indiqué aucun changement au Luxembourg en 2005, tandis qu'un léger durcissement a été rapporté pour le dernier trimestre 2004; les perspectives de risque ont continué d'être citées comme principaux facteurs agissant en faveur d'un durcissement de ces critères. Au niveau de la zone euro, un faible durcissement net des critères d'attribution a été rapporté après qu'un assouplissement net ait été enregistré pendant une année entière; la concurrence bancaire a été citée comme ayant contribué dans une certaine mesure à cette évolution, tandis que les perspectives de risque ont pratiquement cessé d'être mentionnées.

Quant à la demande nette, celle-ci a rebondi légèrement au Luxembourg, pour enregistrer une hausse de 14% au deuxième trimestre 2005. Au niveau de la zone euro, la demande nette a enregistré une légère baisse, pour la première fois depuis le début de l'enquête, au premier trimestre de l'année en cours; cependant, elle a ensuite enregistré une hausse de 29% au deuxième trimestre 2005.

Ménages (consommation et autres): Entre octobre 2004 et juin 2005, les critères en matière d'octroi de crédits pour consommation (et autres) ont enregistré trois durcissements nets consécutifs au Luxembourg. Dans la même période, trois faibles assouplissements nets ont été enregistrés au niveau de la zone euro. Si la concurrence (bancaire et non-bancaire) a été mentionnée comme ayant contribué à un assouplissement net, cet élément fut moins cité au Luxembourg. La capacité de remboursement des emprunteurs fut cependant citée davantage au Luxembourg qu'au niveau de la zone euro.

En dépit du durcissement net des critères d'octroi enregistré au Luxembourg pour les trois trimestres sous revue, la demande nette a fléchi au dernier trimestre 2004. Elle a cependant enregistré une hausse dans les deux enquêtes de l'année en cours. Au niveau de la zone euro, la demande nette semble avoir rebondi – après une baisse au dernier trimestre 2004 suivi d'un trimestre sans changement – pour enregistrer 5% dans la dernière enquête.

30 *Il s'agit de la période d'octobre 2004 à juin 2005.*