

# Chapitre 1

---

LA SITUATION ECONOMIQUE  
ET FINANCIERE

1.1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	12
1.1.2	Les rendements des titres publics à long terme	13
1.1.3	Les marchés boursiers	14
1.1.4	Le taux de change de l'euro	15
1.1.5	L'évolution des prix à la consommation	15
1.1.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	16
1.1.7	Le commerce extérieur	18
1.1.8	La balance des paiements	19
1.2	La situation économique au Luxembourg	21
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	21
1.2.1.1	Prix à la consommation	21
1.2.1.2	Prix à la production industrielle	24
1.2.2	Industrie	25
1.2.3	Construction	26
1.2.4	Commerce et autres secteurs	27
1.2.5	Enquête de conjoncture auprès des consommateurs	27
1.2.6	Marché du travail	28
1.2.6.1	Emploi	28
1.2.6.2	Chômage	30
1.2.6.3	Les coûts salariaux	32
1.2.7	Le secteur financier	33
1.2.7.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	33
1.2.7.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	33
1.2.7.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	34
1.2.7.4	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	38
1.2.7.5	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	39
1.2.8	Le commerce extérieur	41
1.2.9	La balance des paiements	42
1.2.9.1	Compte courant	42
1.2.9.2	Compte financier	46
1.2.10	Les finances publiques	47

## 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

### 1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

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

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

Tableau 1 *Modifications sur taux décidées par l'Eurosystème*

	<i>Facilité de dépôt</i>		<i>Opérations principales de refinancement</i>		<i>Facilité de prêt marginal</i>	
	<b>Niveau</b>	<b>Variation</b>	<b>Niveau</b>	<b>Variation</b>	<b>Niveau</b>	<b>Variation</b>
10/05/2001	3,50 %	-0,25	4,50 %	-0,25	5,50 %	-0,25
30/08/2001	3,25 %	-0,25	4,25 %	-0,25	5,25 %	-0,25
17/09/2001	2,75 %	-0,50	3,75 %	-0,50	4,75 %	-0,50
08/11/2001	2,25 %	-0,50	3,25 %	-0,50	4,25 %	-0,50
05/12/2002	1,75 %	-0,50	2,75 %	-0,50	3,75 %	-0,50
06/03/2003	1,50 %	-0,25	2,50 %	-0,25	3,50 %	-0,25
05/06/2003	1,00 %	-0,50	2,00 %	-0,50	3,00 %	-0,50

Source: BCE

Ces décisions d'assouplissement de la politique monétaire se justifient par l'amélioration des perspectives de stabilité des prix à moyen terme, qui résulte notamment de l'atonie de la croissance économique et de l'appréciation du cours de change de l'euro.

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

En ce qui concerne l'analyse économique, les informations disponibles indiquent que l'activité économique a stagné au premier semestre de l'année 2003. Parallèlement, le Conseil des gouverneurs table sur une reprise progressive de l'activité au second semestre et sur un raffermissement en 2004.

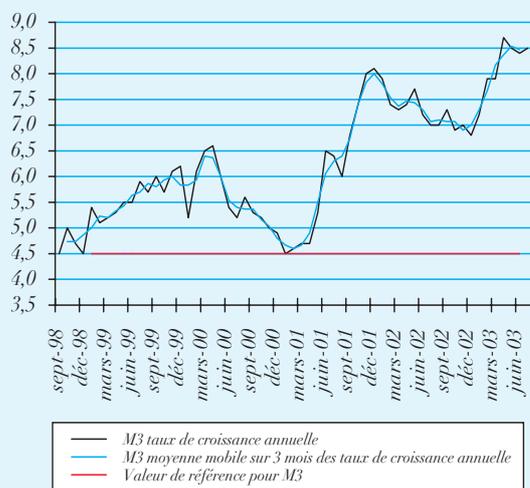
S'agissant de l'inflation de la zone euro, les perspectives demeurent favorables. Le taux de variation annuel de l'IPCH devrait se maintenir autour de 2 % à moyen

terme. A plus court terme, les prix sont sujets à une certaine volatilité résultant de l'effet des conditions météorologiques sur les prix des produits alimentaires ainsi que des retombées des tensions géopolitiques sur les prix du pétrole.

En ce qui concerne l'analyse monétaire, la moyenne sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 est restée soutenue. Les évolutions monétaires ont continué d'être alimentées par les réaménagements de portefeuille, reflétant une nette préférence des investisseurs pour des actifs liquides et sûrs. Le bas niveau des taux d'intérêt dans la zone euro pour toutes les échéances a favorisé la forte demande d'actifs liquides inclus dans M3.

La croissance soutenue de l'agrégat monétaire M3 ne devrait pas engendrer de tensions inflationnistes compte tenu du contexte économique actuel et du fait que l'abondante liquidité est liée à des arbitrages de portefeuille.

**GRAPHIQUE 1**  
**CROISSANCE DE M3 DE LA ZONE EURO EN %**



Source: BCE

Le recoupement des informations en provenance de l'analyse économique et monétaire amène donc à la conclusion que les perspectives en matière de stabilité des prix à moyen terme restent favorables.

### 1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

**GRAPHIQUE 2**  
**RENDEMENTS DU BUND 10 ANS ET DU T-NOTE 10 ANS**



Source: Bloomberg

Les taux obligataires à long terme ont poursuivi leur mouvement baissier jusqu'à la mi-juin aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis. Ainsi, aux Etats-Unis, le rendement de l'emprunt obligataire public à 10 ans T-Note est passé de 3,8 % à la fin du mois de décembre 2002 à 3,1 % au 15 juin 2003. Les rendements des titres publics à long terme de la zone euro, représentés ici par l'obligation de l'Etat allemand «Bund 10 ans», ont atteint un niveau de 3,5 % en date du 15 juin 2003 contre 4,2 % à la fin de l'année 2002.

Le recul des taux longs a été principalement alimenté par les tensions géopolitiques et par la publication de données macroéconomiques laissant entrevoir une reprise plus faible qu'attendu. Les évolutions du marché obligataire reflètent également d'importants réaménagements de portefeuille opérés au détriment d'actifs plus risqués, tels que les actions. Cette baisse devrait également annoncer des anticipations plus favorables en matière de stabilité des prix, découlant du pessimisme des investisseurs quant aux perspectives économiques internationales.

Ensuite, à partir de la deuxième moitié du mois de juin, les taux obligataires ont continuellement augmenté pour atteindre un niveau de 4,4 % pour le T-Note 10 ans et de 4,2 % pour le Bund 10 ans en date du 28 août (date de clôture de la prise en compte des données pour cette publication). La nette progression des rendements des emprunts publics américains s'explique par le regain d'optimisme des investisseurs quant aux perspectives d'activité économique aux Etats-Unis dans le sillage de la publication de données macroéconomiques généralement meilleures qu'attendu.

Les effets de contagion provenant de la hausse des taux américains sont le principal facteur à l'origine de la hausse des taux longs au sein de la zone euro. A cela s'ajoute un léger regain d'optimisme parmi les opérateurs de marché quant aux perspectives de l'activité économique dans la zone euro.

### 1.1.3 Les marchés boursiers

**GRAPHIQUE 3**  
**EVOLUTION DU S&P500**



Source: Bloomberg

**GRAPHIQUE 4**  
**EVOLUTION DU DOW JONES EUROSTOXX**



Source: Bloomberg

En 2003, les cours boursiers américains et européens, mesurés ici par le S&P500 et le DJ Eurostoxx, ont reculé jusqu'à la mi-mars et ont ensuite entamé un long mouvement haussier.

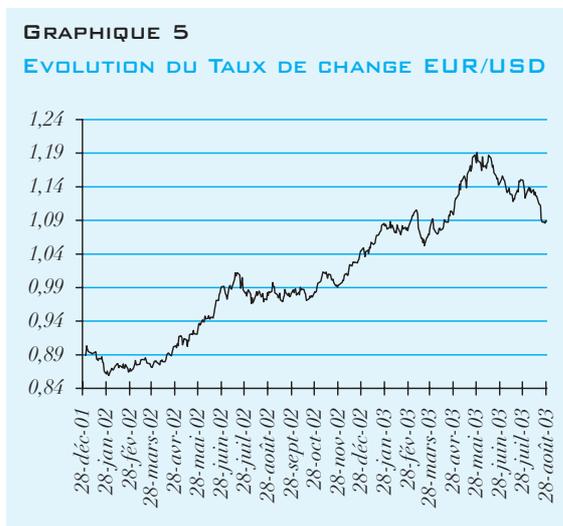
Au début de l'année, cette baisse s'est inscrite dans un contexte caractérisé par les tensions géopolitiques et les inquiétudes persistantes du marché quant aux perspectives économiques mondiales. La baisse des cours boursiers s'est poursuivie jusqu'à la mi-mars, dans un contexte de nervosité croissante des opérateurs de marché face à l'éventualité d'une guerre en Irak. Le début des opérations militaires a ensuite mis fin à la baisse continue des marchés boursiers et les opérateurs ont procédé à des arbitrages de portefeuille au profit des actions et au détriment des obligations.

Après ce vif redressement enregistré à partir du milieu du mois de mars, les cours boursiers ont poursuivi leur tendance à la hausse dans un contexte marqué par la publication d'une série de données économiques meilleures que prévu et par le regain d'optimisme de la part des opérateurs quant aux perspectives d'activité économique et de bénéfices des entreprises.

Toutefois, la reprise des cours boursiers a été plus tempérée en Europe qu'aux Etats-Unis. En particulier, les opérateurs ont considéré que l'appréciation de l'euro serait susceptible de comprimer les bénéfices des exportateurs de la zone euro. En outre, les données macroéconomiques publiées récemment pour la zone euro étaient plus mitigées que celles publiées Outre-Atlantique.

Entre fin décembre 2002 et fin août 2003, le S&P500 a progressé de 14,0 % et le DJ Eurostoxx de 10,4 %.

### 1.1.4 Le taux de change de l'euro



Source: Bloomberg

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

Le cours de change EUR/USD a ensuite enregistré d'importantes fluctuations en mars et avril. Les marchés des changes ont été dominés par les réactions des opérateurs aux nouvelles relatives au déroulement des opérations militaires en Irak. Pendant cette période, les publications de données macroéconomiques semblent avoir joué un rôle secondaire.

Avec la fin des actions militaires, les investisseurs ont recentré leur attention sur les facteurs macroéconomiques et le dollar a repris son recul par rapport à l'euro. La persistance du déficit courant américain et la publication d'indicateurs économiques inférieurs aux attentes ont nourri les soucis des opérateurs face à la santé de l'économie américaine. Le différentiel entre les taux d'intérêt rémunérant les investissements en euro et en dollar est un autre facteur affectant le cours de change EUR/USD.

Ainsi, malgré la publication de chiffres économiques décevants dans la zone euro, l'euro s'est davantage

raffermi face au dollar, enregistrant son niveau le plus élevé (1,19) en date du 29 mai. Début juin, suite à des signes plus positifs émanant de la confiance des consommateurs américains et du climat des affaires, le dollar s'est stabilisé contre l'euro dans une fourchette étroite comprise entre 1,17 et 1,19.

Ensuite, les opérateurs de marché ont revu à la hausse leurs anticipations de marché concernant l'activité économique aux Etats-Unis dans le sillage de la publication d'une série d'indicateurs économiques meilleurs que prévu. Ce regain de confiance dans l'économie américaine a induit un renforcement du dollar par rapport à l'euro à partir de mi-juin. En date du 28 août 2003 un euro vaut 1,09 dollar US, soit une appréciation de l'euro de 3,9 % par rapport à son niveau de fin de l'année 2002.

### 1.1.5 L'évolution des prix à la consommation

L'inflation de la zone euro a reculé durant le deuxième trimestre 2003 par rapport au début de l'année en cours. En effet, le taux annuel de mars était encore de 2,4 % alors que le rythme de progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a fluctué autour de 2 % en termes annuels depuis avril pour s'établir à 1,9 % en juillet 2003.

Cette modération de l'inflation annuelle observée au sein de la zone euro depuis le début du deuxième trimestre est liée, entre autres, à une moindre contribution des prix de l'énergie. Ces prix ont baissé significativement en termes mensuels en avril et mai 2003 (environ 4,9 % en termes cumulés). En effet, le sous-indice énergie affichait encore un taux annuel de 7,5 % en mars, alors qu'il était de 1,8 % en juillet 2003.

Le rythme de progression des prix des services a également, bien que dans une moindre mesure, connu une décélération, le taux annuel passant de 2,9 % en avril à 2,4 % en juillet 2003.

Contrairement à cette évolution favorable, le rythme de progression des prix des produits alimentaires non transformés s'est globalement accéléré, poursuivant ainsi une tendance entamée en début d'année. Ce mouvement s'explique partiellement par un effet de base défavorable, mais également par le gel de printemps et la sécheresse estivale observés dans plusieurs pays de la zone euro. Ainsi, le taux de progression annuel des prix des produits alimentaires non transformés est brusquement passé de -0,6 % en janvier à 2,8 % en juillet 2003.

Le taux de variation annuel des produits alimentaires transformés a continué de fluctuer à des valeurs supérieures à 3 % au cours du deuxième trimestre ainsi

qu'en juillet 2003, alors que le rythme de variation des prix des produits manufacturés hors énergie demeure modéré, oscillant entre 0,7 et 0,9 % depuis avril 2003.

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

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

Source: Eurostat

Le rythme annuel de variation de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie a continué de fluctuer aux alentours de 2 %. A rappeler que cet indicateur avait encore progressé de 2,5 % en moyenne annuelle en 2002.

Les perspectives d'évolution des prix à la consommation restent favorables pour la zone euro. En effet, les taux de variation annuels de l'IPCH global devraient continuer de fluctuer autour de 2 % durant le reste de l'année pour reculer en deçà de 2 % en 2004.

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

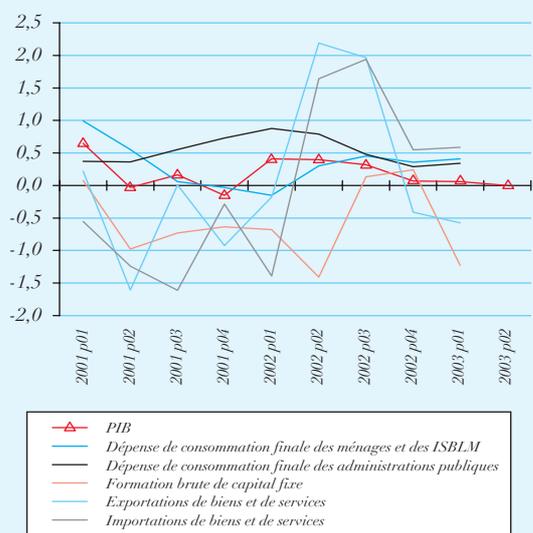
Révélatrice du climat conjoncturel international détérioré, la dernière estimation de la croissance trimestrielle du PIB de la zone euro pour le premier trimestre 2003 s'établit à 0,1 % (identique par rapport au trimestre précédent). Parallèlement, la progression annuelle du PIB a décéléré à 0,9 % au cours de la période sous revue (après 1,2 % au dernier trimestre 2002). En ce qui concerne les composantes du PIB, la consommation privée et la consommation publique sont restées le

soutènement principal de la croissance annuelle du PIB de la zone euro (resp. 0,9 p.p. et 0,4 p.p.). Ces contributions positives à la croissance ont, par ailleurs, été substantiellement neutralisées par la contribution négative de la formation brute de capital fixe (-0,5 p.p.) qui continue à être durement éprouvée par le ralentissement mondial de la croissance. Plus encore, le fléchissement de la croissance annuelle des exportations, conjugué à l'envolée des importations, a aussi grevé la progression annuelle du PIB de la zone euro au cours du trimestre sous revue (le solde extérieur a pénalisé la croissance à hauteur de 0,5 p.p.). Ces évolutions des principaux agrégats du PIB continuent donc de dessiner un tableau mitigé de l'économie de la zone euro qui ne présente pour le moment guère d'indice augurant d'un renforcement imminent et significatif de la croissance en 2003. Ainsi, l'estimation préliminaire réalisée par Eurostat pour le deuxième trimestre dégage une stagnation de la croissance trimestrielle du PIB de la zone euro et une décélération très significative de cette progression en variation annuelle qui passe désormais à 0,4 %.

### GRAPHIQUE 6

#### EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS

(variation trimestrielle en pourcentage)

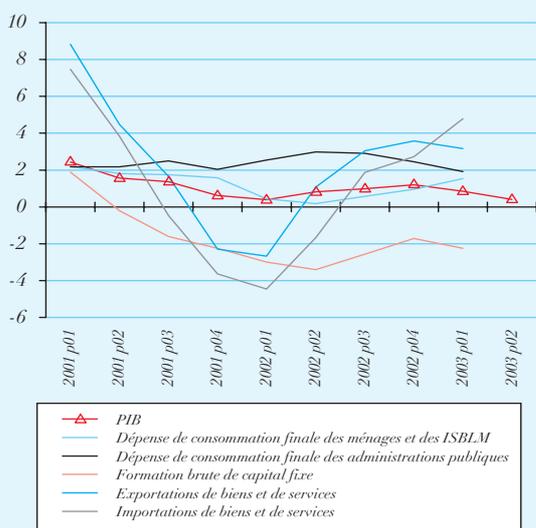


Source: Eurostat

### GRAPHIQUE 7

#### EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS

(variation annuelle en pourcentage)



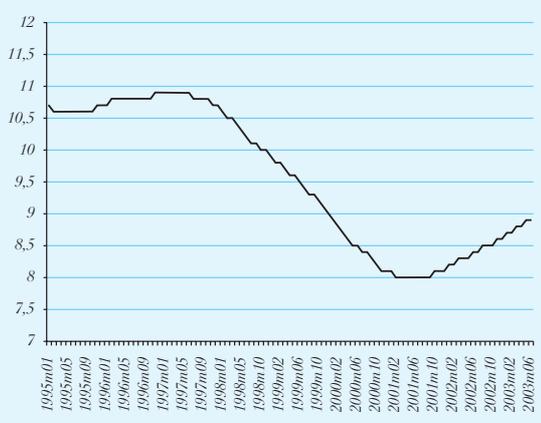
Source: Eurostat

Les statistiques du chômage font écho à la faiblesse de la situation macroéconomique au sein de la zone euro. En effet, le taux de chômage de la zone euro a enregistré une augmentation graduelle tout au long des six premiers mois de 2003, pour finalement s'établir à 8,9 % en juin 2003, ce qui correspond à 12,5 millions de personnes touchées.

### GRAPHIQUE 8

#### TAUX DE CHÔMAGE STANDARDISÉ<sup>1</sup> POUR LA ZONE EURO

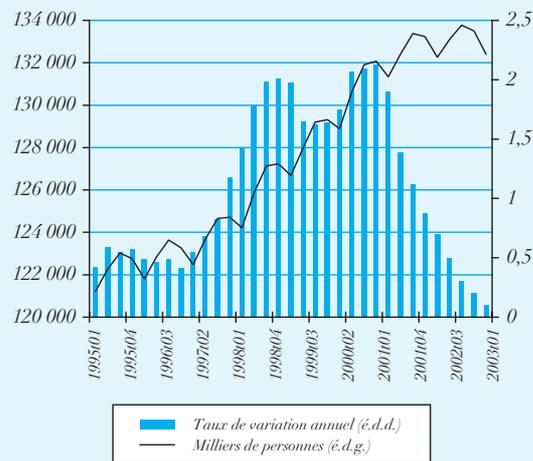
(en % de la population active)



Source: Eurostat

Sur le front de l'emploi, les dernières données disponibles pour le premier trimestre 2003 indiquent que la croissance trimestrielle de l'emploi s'est arrêtée. En variation annuelle, la croissance de l'emploi est demeurée faiblement positive au cours du premier trimestre 2003 (0,1 %). Cependant, en raison de l'existence d'une «thésaurisation» des effectifs durant cette phase de morosité conjoncturelle, le report de la reprise de l'activité pourrait conduire à de nouvelles baisses d'effectifs au cours des mois à venir. Ainsi, les perspectives concernant l'emploi et le chômage restent sombres et continuent de révéler l'impact négatif et retardé de la détérioration de la conjoncture sur le marché de l'emploi.

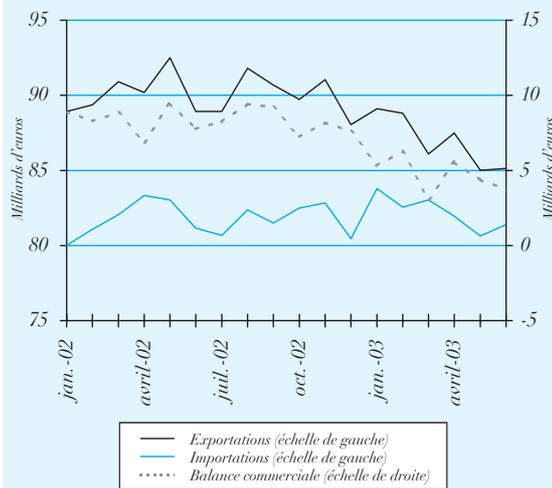
<sup>1</sup> Le taux de chômage standardisé est calculé sur base des définitions qui sont recommandées par le Bureau International du Travail (BIT). Dans cette définition seules les personnes sans travail qui ont recherché activement un emploi pendant les quatre semaines précédentes et qui sont disponibles pour commencer à travailler dans les deux semaines à venir sont considérées comme étant au chômage et incluses dans le calcul du taux de chômage.

**GRAPHIQUE 9****VARIATION ANNUELLE ET NIVEAU DE L'EMPLOI TOTAL***(échelle de droite: taux de variation annuels; échelle de gauche: milliers de personnes)*

Source: Eurostat

**1.1.7 Le commerce extérieur**

Sur le premier semestre de l'année 2003, l'excédent mensuel du commerce extérieur de la zone euro, en données corrigées des variations saisonnières (cvs), s'est légèrement dégradé. L'excédent, qui se chiffrait à 5,3 milliards d'euros au mois de janvier, a fortement baissé au mois de mars lors de la guerre en Irak. Il s'est légèrement redressé au mois d'avril pour atteindre au mois de juin 3,7 milliards d'euros.

**GRAPHIQUE 10****COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO (CVS)**

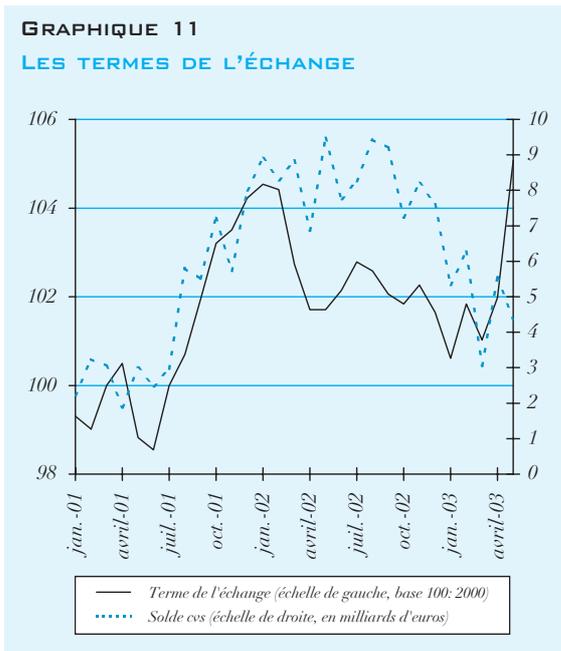
Source: Eurostat

Les importations et les exportations ont diminué entre le premier et le deuxième trimestre de l'année 2003. La baisse des exportations (-2,4 %) a été plus marquée que celle des importations (-2,1 %). Cette diminution au niveau des échanges résulte principalement de l'appréciation du taux de change de l'euro vis-à-vis des autres devises jusqu'au mois de juin 2003.

Sur les cinq premiers mois de l'année en cours (période pour laquelle les données sont disponibles), l'indice de valeur unitaire à l'importation a baissé de manière significative, tandis que l'indice de volume à l'importation s'est légèrement amélioré. La baisse des importations en valeurs, conséquence de l'appréciation de l'euro, n'a pas été compensée par l'augmentation des volumes en raison de l'atonie de la demande dans la zone euro.

Les indices de valeur et de volume à l'exportation ont baissé pendant les cinq premiers mois de l'année 2003. La baisse significative des volumes à l'exportation au mois de mars et le rattrapage au mois d'avril peuvent s'expliquer par la guerre en Irak. Toutefois, il est probable que l'appréciation de l'euro et la faiblesse de la demande mondiale entraîne une baisse des volumes à l'exportation. La baisse des prix des produits importés et la réduction des marges des entreprises exportatrices semblent insuffisantes pour préserver la compétitivité prix de ces entreprises.

Depuis le début de l'année 2003, les termes de l'échange (ratio de l'indice des valeurs à l'exportation et de l'indice des valeurs à l'importation) sont en augmentation. Les entreprises semblent ne plus pouvoir compenser l'appréciation de l'euro par la diminution des marges et la réduction du prix des importations.



Source: Eurostat

Entre le premier et le deuxième trimestre de l'année 2003, les exportations à destination des principaux partenaires de la zone euro ont diminué. Cette dégradation est plus prononcée pour les exportations à destination du Royaume-Uni et du continent américain. Les importations en provenance du Royaume-Uni et de l'OPEP se sont dégradées, tandis qu'elles ont augmenté en provenance du continent américain et de la Chine.

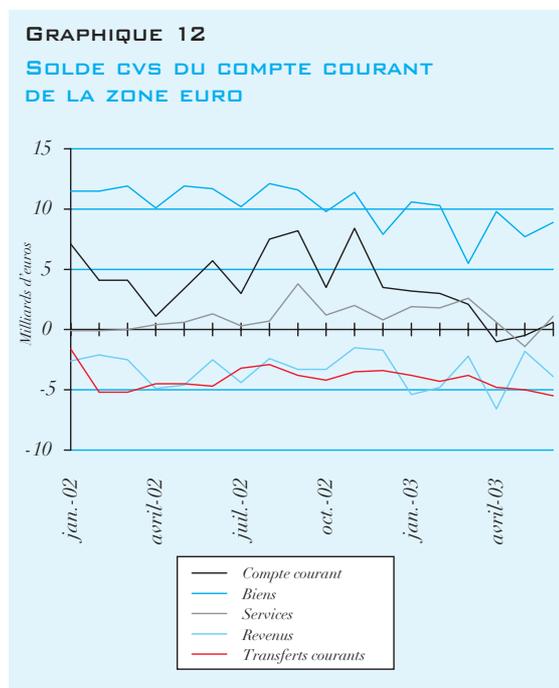
### 1.1.8 La balance des paiements

- Le compte des transactions courantes

Pour le premier semestre de l'année 2003, le compte des transactions courantes de la zone euro était déficitaire de 2,3 milliards d'euros, alors qu'il présentait un excédent de 14,3 milliards d'euros pour la même période de l'année 2002. Cette dégradation résulte principalement d'une baisse de l'excédent des biens et

d'une aggravation du déficit des revenus qui n'ont été que partiellement compensées par l'augmentation de l'excédent des services.

Les données corrigées des variations saisonnières (cvs) permettent une analyse sur une période plus récente. Au deuxième trimestre de l'année 2003, en données cvs, l'excédent du compte des transactions courantes se chiffrait à 4,3 milliards d'euros en comparaison à un excédent de 8,3 milliards d'euros au premier trimestre. Cette baisse résulte de la diminution significative de l'excédent des services et de l'aggravation du déficit des revenus que n'a pas compensée l'amélioration de l'excédent des biens.



Source: BCE

- Le compte financier

Pour le deuxième trimestre de l'année 2003, les investissements directs ont enregistré des entrées nettes (investissements directs nets à l'étranger moins investissements directs nets dans la zone euro) de 3,3 milliards d'euros en comparaison à des sorties nettes de 7,6 milliards d'euros au premier trimestre 2003. Cette évolution résulte principalement de la baisse plus importante des investissements directs nets à l'étranger que celle des investissements directs nets dans la zone

euro. En particulier, au mois de juin les résidents du secteur des institutions financières et monétaires ont désinvesti en capital et les résidents des autres secteurs ont enregistré des entrées nettes au titre des prêts intra-groupe. En cumul sur douze mois, les flux d'investissements directs baissent régulièrement.

Pour le deuxième trimestre de l'année 2003, les entrées nettes d'investissement de portefeuille se sont chiffrées à 31,8 milliards d'euros en comparaison à des entrées nettes de 2,8 milliards d'euros au premier trimestre. Cette évolution résulte principalement de l'attrait des obligations émises dans la zone euro pour les non-résidents, sans doute dans la perspective de plus-values liées à l'anticipation de baisse des taux d'intérêt dans la zone euro. Au second trimestre 2003, les non-résidents ont investi pour 94 milliards d'euros en obligations émises dans la zone euro, en augmentation de 45 milliards d'euros par rapport au premier trimestre. Les résidents ont pour leur part investi à hauteur de 54 milliards en obligations étrangères, soit une augmentation de 4 milliards par rapport au trimestre précédent.

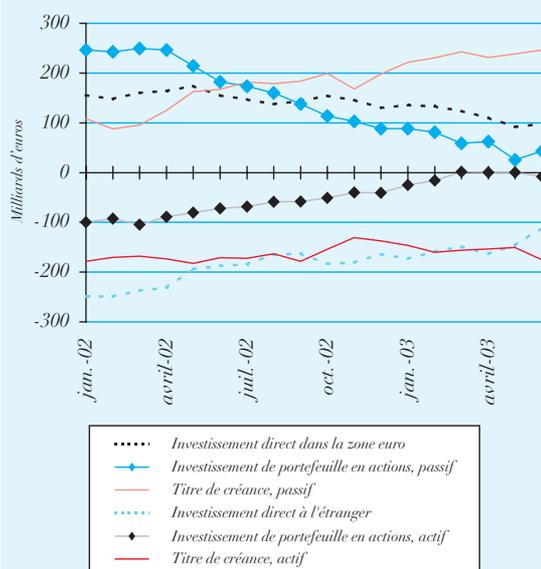
Après une accalmie au niveau des transactions réalisées sur les titres de participation au premier trimestre du fait des incertitudes géopolitiques liées à la guerre en Irak, l'activité a repris au deuxième trimestre. En effet, les résidents ont investi en actions étrangères pour un montant de 23,4 milliards d'euros au second trimestre 2003 alors qu'ils avaient désinvesti à hauteur de 10 milliards d'euros au premier trimestre. Les non-résidents, de leur côté, ont investi 20,7 milliards d'euros en actions de la zone euro au second trimestre contre seulement 4 milliards d'euros au premier trimestre.

Les autres investissements, qui comprennent notamment les crédits commerciaux et les prêts et les dépôts, compensent en partie les flux d'investissement de portefeuille.

**GRAPHIQUE 13**

**INVESTISSEMENTS NETS DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO**

(cumul sur 12 mois)



Source: BCE

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

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 L'évolution des prix et des coûts

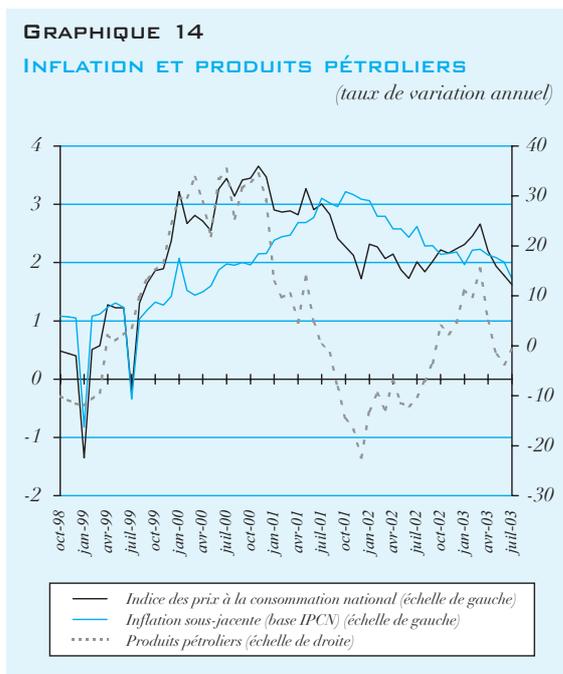
#### 1.2.1.1 Prix à la consommation

L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) s'est inscrite en baisse au cours de la période d'avril à juillet 2003, changeant ainsi de tendance par rapport au premier trimestre 2003. En effet, le taux annuel global a progressivement reculé du point culminant de 2,7 %, atteint en mars 2003, à 1,6 % en juillet 2003.

La baisse de l'inflation globale est, entre autres mais pas exclusivement, liée à la contribution baissière des produits pétroliers, comme en témoignent les taux annuels négatifs affichés par le sous-indice en question en mai, juin et juillet 2003.

Le taux de progression annuel de l'inflation sous-jacente<sup>2</sup> a reculé de 0,3 % entre juin et juillet 2003 pour s'établir à 1,7 %, taux le plus bas observé depuis mai 2000 pour cet indicateur. La modération du rythme de progression annuel de la division des produits alimentaires et des boissons non alcoolisées a également contribué au recul de l'inflation annuelle. Cependant, les plus récents taux mensuels relatifs à cette division sont nettement moins favorables. Le rythme de progression des prix des services s'est également atténué quelque peu par rapport au début de l'année, affichant un taux annuel de 2,7 % en juillet 2003, alors que le taux de janvier était encore de 3,1 %. Cependant, la tranche indiciaire payable à partir d'août 2003 aura certainement un effet défavorable sur l'évolution future des prix des services (voir à ce sujet l'encadré intitulé «L'effet d'auto-allumage via l'indexation automatique?» publié dans le Rapport Annuel 2000 de la BCL).

Le différentiel d'inflation défavorable par rapport à la zone euro, qui existait depuis août 2002, a disparu en juin et juillet 2003 en ce qui concerne l'IPCH global. Cette évolution du différentiel de l'IPCH global par rapport à la zone euro est liée, entre autres, à la plus forte sensibilité de l'IPCH du Luxembourg par rapport aux cours mondiaux du pétrole brut<sup>3</sup>. Bien qu'il ait fait l'objet d'une amélioration depuis juin 2003, le différentiel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie demeure toutefois en défaveur du Luxembourg, avec 0,5 % en juillet 2003.



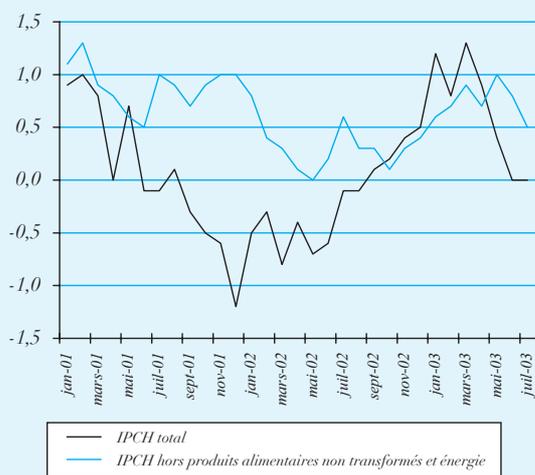
Source: Statec

- <sup>2</sup> 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.
- <sup>3</sup> Rappelons que cette plus forte sensibilité de l'IPCH du Luxembourg par rapport au prix du pétrole brut est liée au fait que la pondération des produits énergétiques dans l'IPCH est plus forte au Luxembourg que dans la zone euro et que la taxation fixe est plus faible au Luxembourg. Il s'ensuit que le différentiel de l'IPCH global évolue en défaveur du Luxembourg en période de hausse des prix du pétrole brut et vice versa.

### GRAPHIQUE 15

#### DIFFÉRENTIEL DE L'INFLATION ENTRE LE LUXEMBOURG ET LA ZONE EURO

(Taux annuel Luxembourg moins taux annuel zone euro)



Sources: Statec, calculs BCL

#### Prévisions d'inflation

L'inflation au Luxembourg a récemment connu une évolution supérieure à celle de nos prévisions antérieures<sup>4</sup>. Ceci s'explique par le fait que le prix du pétrole s'est à nouveau décalé de son creux temporaire de 25 \$/bl en avril pour s'approcher des 30 \$/bl en août. Cette progression très nette est d'autant plus surprenante que les marchés à terme avaient encore anticipé vers la mi-mai une baisse graduelle du prix de cette matière première vers des niveaux proches de 24 \$/bl sur la période considérée. En sus, l'appréciation de

l'euro par rapport au dollar en début d'année a pris un terme en juin, et l'euro a de nouveau cédé du terrain au cours des deux derniers mois. Outre les produits pétroliers, l'inflation excluant l'énergie a été légèrement sous-estimée en raison d'un impact relativement prononcé des mauvaises conditions météorologiques sur les prix des biens alimentaires saisonniers et de l'impact de certaines mesures administratives sur les prix des services.

#### Hypothèses

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

Les hypothèses sous-jacentes pour les produits pétroliers suivent le schéma habituel, en l'occurrence un taux de change EUR/USD maintenu constant sur l'horizon de prévision et un profil pour le prix du pétrole en dollar identique à celui observé sur les marchés à terme. Au milieu du mois d'août, l'euro cotait aux environs de 1,13 USD/EUR, soit une légère dépréciation par rapport aux prévisions antérieures. Le prix du Brent en dollar s'est établi simultanément autour de 29,8 \$/bl et les marchés à terme anticipent une baisse graduelle de ce prix jusqu'à un niveau proche de 26 \$/bl pour juin 2004, ce qui constitue une importante révision à la hausse par rapport à la situation de mai. En somme, l'effet conjugué de la hausse du pétrole et de la dépréciation de l'euro devrait entraîner une évolution nettement plus défavorable pour le sous-indice énergie par rapport aux prévisions précédentes. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

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

	2002	2003	2003-T1	2003-T2	2003-T3	2003-T4	2004-T1	2004-T2
Prix du pétrole en \$	24,9	28,8	30,6	26,1	29,3	29,1	27,8	26,5
Taux de change \$/€	0,94	1,12	1,07	1,14	1,13	1,13	1,13	1,13
Prix du pétrole en euros (en % de var. ann.)	-3,5	-2,1	18,0	-15,9	-5,6	-2,8	-13,6	2,1

Source: BCL

<sup>4</sup> Voir Bulletin de la BCL 2003/1, pp. 26-27

Outre les facteurs standard influant sur les prix des produits pétroliers, le gouvernement vient d'annoncer dans son projet de loi du budget pour l'année 2004 une hausse des accises de 7 cents/litre sur le prix de l'essence. Cette hausse du prix serait étalée sur l'année 2004 et serait neutralisée dans le mécanisme d'indexation automatique des salaires.

Les facteurs déterminants de l'inflation, à l'exclusion des produits énergétiques, sont généralement l'inflation importée ainsi que l'évolution des salaires. A cela s'ajoutent des mesures spécifiques telles que les ajustements au niveau de la taxation indirecte ainsi que l'évolution des tarifs publics et des prix administrés. L'inflation importée devrait a priori rester contenue en raison de la faiblesse de l'activité économique et de l'absence de pressions inflationnistes dans les pays limitrophes. La décélération de l'inflation domestique serait par contre probablement plus lente en raison de l'évolution salariale et de l'évolution des prix des services. En effet, une tranche indiciaire est venue à échéance en août. Une décision a également été prise afin d'indexer désormais divers tarifs médicaux sur l'inflation passée. En plus, la fixation de nouveaux tarifs médicaux dans le cadre des négociations entre partenaires sociaux devrait exercer un impact sur l'inflation tout comme la hausse récente des tarifs de services postaux et de parking.

#### Résultats

La mesure d'augmenter les accises sur l'essence a été prise en compte dans les prévisions d'inflation. Etant donné que des informations précises relatives au timing de l'ajustement des prix font encore défaut, nous avons incorporé le scénario le plus défavorable, à savoir une hausse intégrale de 7 cents/litre à partir

du 1<sup>er</sup> janvier 2004. Selon nos calculs, l'impact de la hausse devrait se chiffrer à peu près à une différence de croissance de 6,3 points de pourcentage pour le sous-indice énergie. L'impact sur l'IPCH et l'IPCN serait de respectivement 0,7 pp et 0,14 pp.

En dépit des hypothèses pessimistes relatives au prix du pétrole, le sous-indice énergie dégagerait encore une contribution négative à l'inflation globale au deuxième semestre 2003, et ceci en raison de l'évolution des prix d'il y a un an. S'il n'y avait pas d'adaptation des accises, la contribution des produits pétroliers, conditionnelle aux hypothèses, serait également négative en 2004. Du fait de l'adaptation des accises, cette contribution est cependant positive. La décélération de l'IPC à l'exclusion de l'énergie est en cours depuis quelques mois, mais se fait de manière très lente en raison de la rigidité à la baisse des prix de ces biens et services. Elle devrait se poursuivre au cours des prochains mois, sans toutefois tomber en dessous des 2 %. L'inflation des biens industriels non énergétiques s'est en effet récemment accélérée et l'inflation des services ne devrait guère s'écarter des 2,5 %. Les biens alimentaires devraient en sus subir l'impact des mauvaises conditions météorologiques, et les hausses du prix du tabac sont également persistantes.

Globalement, l'inflation qui avait reculé graduellement depuis le mois de mars devrait à nouveau rebondir dans le court terme sans toutefois, hormis éventuellement le mois d'août, franchir la barre des 2 %. Au premier semestre 2004, l'inflation évoluerait également dans une fourchette de 1,5 % à 2 %. La conclusion antérieure selon laquelle les salaires ne seraient pas ajustés de manière automatique pour l'inflation passée en 2004 demeurerait aussi intacte.

Tableau 4 **Prévisions d'inflation**

*(en taux de variation annuel)*

	2002	2003	2003/1 <sup>er</sup> sem.	2003/2 sem.	2004/1 <sup>er</sup> sem.
IPCN	2,1	2,0	2,2	1,8	1,7
IPCH	2,1	2,5	2,9	2,0	2,2
IPCH énergie	-3,7	1,3	4,0	-1,3	2,6
IPCH ex énergie	2,9	2,6	2,7	2,4	2,2

Source: BCL.

Les risques sous-jacents aux prévisions ont évolué par rapport à l'exercice précédent. Etant donné que l'hypothèse centrale est un prix du pétrole qui devrait s'établir au-dessus des 25 \$/bl, qui constitue la moyenne de la fourchette de prix visée par l'OPEP, les risques de surprise à la hausse semblent moins importants. Quant à l'activité économique au Luxembourg et dans la zone euro, elle demeure hésitante et la reprise conjoncturelle se fait encore attendre, ce qui devrait également contenir les risques d'une intensification des pressions inflationnistes en provenance de la demande agrégée.

### 1.2.1.2 Prix à la production industrielle

La tendance favorable des prix à la production industrielle s'est poursuivie au deuxième trimestre de l'année 2003, et ceci en dépit d'un environnement conjoncturel précaire. Les prix ont en effet enregistré une nouvelle progression trimestrielle qui fait suite à l'accélération relativement importante au premier trimestre de l'année en cours. De plus, comme au trimestre précédent, l'augmentation des prix de vente a été générale avec une hausse simultanée pour les biens intermédiaires, les biens d'équipement et les biens de consommation. La situation se compare également favorablement à celle de la zone euro où les prix auraient affiché une baisse au deuxième trimestre.

**Tableau 5 Prix à la production industrielle**

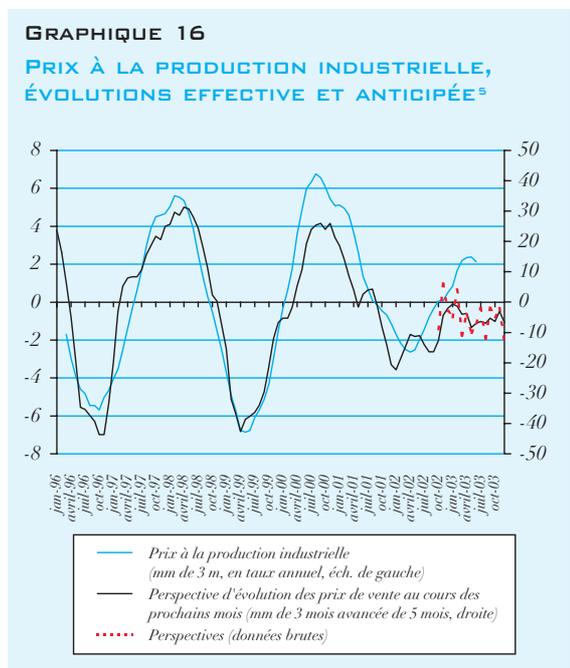
*(en variation par rapport à la période précédente)*

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

Source: STATEC

Plusieurs facteurs sont susceptibles d'avoir influé sur le développement de ces prix. D'une part, l'envolée du prix du pétrole à partir du mois d'avril a vraisemblablement amené les entreprises à renchérir leurs produits afin de contenir l'érosion de leurs marges de profit. D'autre part, il se peut que l'évolution du taux de change de l'euro, et en particulier son appréciation par rapport au dollar depuis le début de l'année, ait joué un rôle. Une analyse de l'évolution des prix selon les marchés de vente des produits industriels révèle notamment que la progression moyenne des prix serait entièrement imputable à la hausse des prix de produits vendus au Luxembourg. Par contre, les prix des produits exportés se seraient contractés au deuxième trimestre.

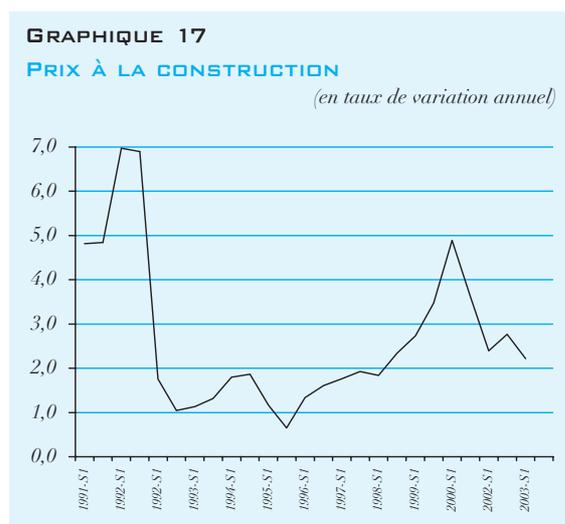
L'évolution récente des prix se situe légèrement au-dessus des attentes formulées par les chefs d'entreprises dans le cadre des enquêtes de conjoncture harmonisées. Selon ces dernières, les prix auraient plutôt tendance à se stabiliser, voire à baisser (en termes de variation annuelle), au cours des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



Source: Eurostat

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

L'inflation des prix à la construction a de nouveau régressé au premier semestre 2003<sup>6</sup> après un bref sur-saut au semestre précédent. La hausse annuelle de 2,2 % demeure même légèrement en dessous de la progression de l'IPCN et de l'échelle mobile des salaires relevée sur la même période.



Source: STATEC

L'évolution récente des prix pourrait, entre autres, témoigner de la décélération de l'activité économique qui s'observe depuis le début de l'année dans la branche du bâtiment. Une hausse des prix inférieure à la progression du coût salarial semble en particulier indiquer un rétrécissement de la marge de profit unitaire, une mesure prise éventuellement par les entreprises afin de maintenir un certain niveau d'activité.

## 1.2.2 Industrie

La phase d'amélioration conjoncturelle que l'industrie a connue au tournant de l'année ne s'est pas poursuivie récemment. Selon les données ajustées pour les variations saisonnières publiées par Eurostat, la production industrielle aurait baissé de 1,4 % sur base trimestrielle au deuxième trimestre 2003 contre deux hausses consécutives lors des périodes précédentes. Par rapport à la même période de l'année précédente, la variation serait de -1,2 %, évolution quelque peu plus défavorable que dans la zone euro. La diminution du taux de progression des nouvelles commandes témoigne aussi de la dégradation récente de la conjoncture.

**Tableau 6 Indicateurs relatifs à l'industrie**

*(en taux de variation annuel)*

	2001	2002	2002-T1	2002-T2	2002-T3	2002-T4	2003-T1	2003-T2
Volume de production	3,2	0,4	-4,1	3,9	-0,1	1,1	4,7	-1,2
Chiffre d'affaires	3,4	-1,0	-5,9	-2,0	1,7	2,0	6,6	5,0
Nouvelles commandes	-2,2	1,5	-7,7	0,9	5,9	7,9	12,3	2,3

Source: Eurostat

L'interruption de l'embellie conjoncturelle peut paraître surprenante compte tenu de l'apaisement des tensions géopolitiques et de la fin de la guerre contre l'Iraq. Par contre, la détérioration conjoncturelle avait été annoncée par les résultats des enquêtes de conjoncture et le pessimisme accru des chefs d'entreprises. La demande

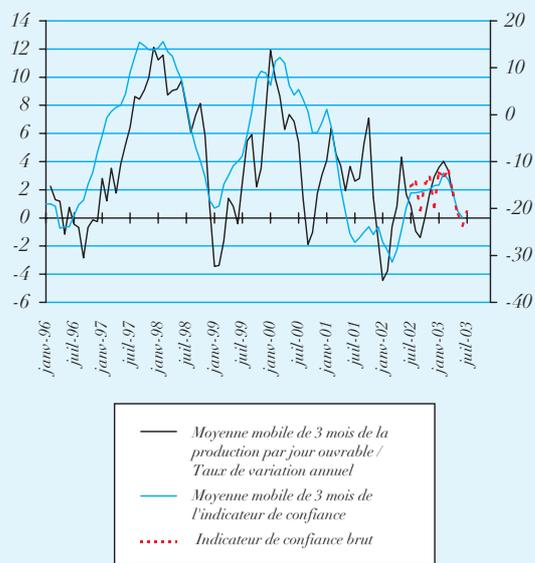
internationale ne semble en effet pas s'accélérer, ce qui se confirme par la stagnation au deuxième trimestre 2003 de l'activité économique dans la zone euro. Plus particulièrement, l'Allemagne, notre premier marché d'exportation, a connu un troisième trimestre consécutif de croissance économique négative.

<sup>6</sup> Semestre s'étalant sur les mois d'octobre 2002 à avril 2003.

**GRAPHIQUE 18**

**INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE<sup>7</sup>**

(en taux de variation annuel)



Sources: STATEC, calculs BCL

Au cours des mois de mai à juillet, les résultats des enquêtes de conjoncture ont affiché une nouvelle détérioration. Après son niveau minimum atteint au premier trimestre 2002, l'indicateur de confiance avait progressivement gagné du terrain pour atteindre son

maximum temporaire en mars 2003 et a ensuite rechuté à des niveaux atteints il y a environ un an. A défaut d'une accélération de la demande internationale, cet indicateur risque de demeurer déprimé, ce qui irait de pair avec un niveau de production globalement stable par rapport à la même période de l'année précédente.

**1.2.3 Construction**

Le secteur de la construction est plus à l'abri des mouvements conjoncturels et l'évolution de son niveau d'activité est déterminée davantage par des facteurs exogènes. La branche du génie civil semble renouer avec la croissance au deuxième trimestre après une stagnation en début d'année. Cette tendance favorable, tout comme les variations cycliques, trouve son origine dans le timing de l'exécution de travaux publics octroyés par le gouvernement. Par contre, la branche du bâtiment devrait passer une année moins propice. La baisse annuelle de la production lors des cinq premiers mois de l'année reflète au moins en partie, en raison des longs délais d'exécution des travaux, le recul des autorisations de bâtir en 2000 et 2001 ainsi que l'état conjoncturel général. En effet, les permis de bâtir s'affichent de nouveau en progression en 2002 et en 2003. Ceci semble être une conséquence immédiate des décisions du gouvernement visant à élargir l'offre de logements afin de limiter la hausse, voire de faire baisser leurs prix. L'impact positif sur le niveau d'activité dans le bâtiment devrait alors s'observer fin 2003 ou plutôt en 2004.

**Tableau 7 Production par jour ouvrable dans la construction**

(en taux de variation annuel)

	2001	2002	5m-2003	2002-T2	2002-T3	2002-T4	2003-T1	avr. 03	mai 03
Ensemble	4,4	4,2	-5,5	10,7	-3,6	-0,4	-6,0	-5,8	-4,0
Génie civil	-4,0	4,8	2,1	10,4	-5,8	1,5	-0,1	4,3	5,2
Bâtiment	13,0	3,7	-12,8	11,0	-1,5	-2,2	-12,5	-14,3	-11,8

Source: STATEC

<sup>7</sup> Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

### 1.2.4 Commerce et autres secteurs

La situation relativement favorable en 2002 dans le commerce semble également s'étaler sur l'année en cours. En effet, au premier trimestre on a recensé une hausse relativement confortable pour le chiffre d'affaires du commerce total. Toutes les branches s'affichaient en hausse, y compris le commerce de gros, dont les ventes semblent plus sensibles aux variations de la demande régionale. Par contre, l'hôtellerie et les restaurants affichaient un recul sur base annuelle de leur chiffre

d'affaires, probablement pour des raisons multiples, en l'occurrence les mauvaises conditions météorologiques du début d'année, les répercussions de la situation économique générale sur les voyages d'affaires, l'impact des tensions géopolitiques sur le comportement des touristes ainsi que les retombées de la conjoncture sur le revenu disponible des voyageurs. La tendance pour les immatriculations de voitures du premier semestre semble telle qu'en moyenne annuelle ces dernières resteraient globalement inchangées en 2003 par rapport à 2002.

Tableau 8 *Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures*

(en taux de variation annuel)

	2001	2002	2002-T1	2002-T2	2002-T3	2002-T4	2003-T1	2003-T2
Commerce total	2,5	6,5	4,9	6,9	5,5	8,7	9,2	na
Commerce de détail	3,5	6,5	6,7	8,9	4,4	6,0	4,1	na
Commerce et réparation automobile	2,2	0,9	-0,8	-3,2	-2,1	10,0	17,8	na
Commerce de gros	2,2	8,1	5,9	9,0	8,2	9,3	8,5	na
Hôtels et restaurants	3,3	1,8	3,7	0,8	4,0	-0,8	-10,0	na
Immatriculations de voitures	2,0	1,2	1,8	7,1	-3,1	-3,8	2,1	-3,5

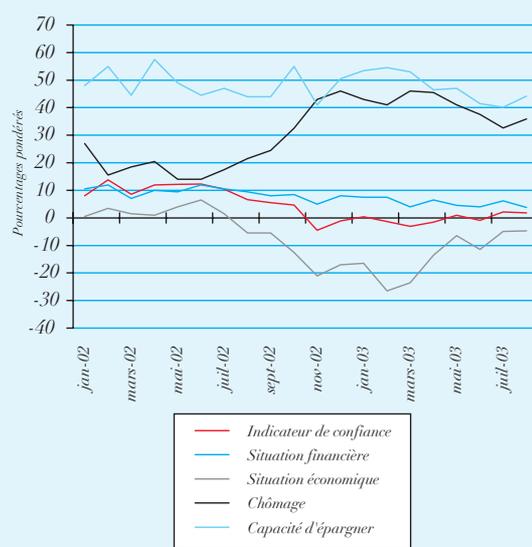
Source: STATEC

### 1.2.5 Enquête de conjoncture auprès des consommateurs

Globalement, l'évolution récente de l'indicateur de confiance des consommateurs établi par la BCL témoigne d'un certain regain d'optimisme<sup>8</sup>. En effet, l'indicateur de confiance est passé de -3 en mars à 2 en juillet et août 2003. A noter que ce redressement ne permet toutefois pas de regagner les niveaux atteints au premier semestre 2002, période au cours de laquelle l'indicateur a fluctué entre 8 et 14. L'augmentation de l'indicateur de confiance au cours des derniers mois est due à un regain d'optimisme concernant l'évolution anticipée de la situation économique générale et du chômage. Par contre, les consommateurs sont devenus plus pessimistes en ce qui concerne les perspectives d'évolution de leur situation financière et de leur capacité d'épargner.

GRAPHIQUE 19

#### INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS ET SES COMPOSANTES

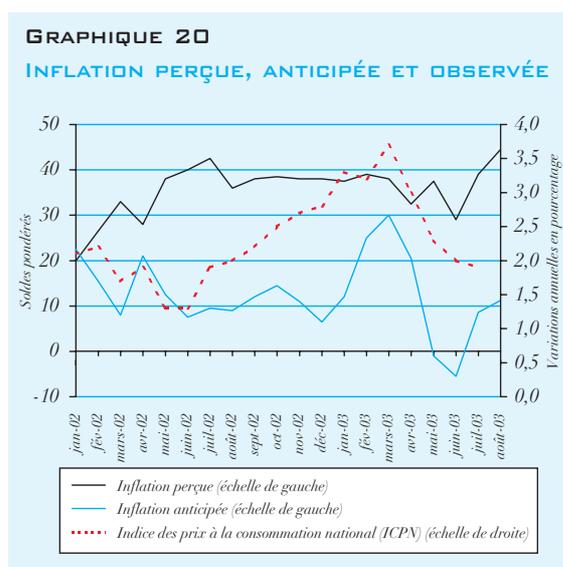


Source: BCL

<sup>8</sup> Les données brutes n'ont pas été corrigées des variations saisonnières.

L'analyse des questions mensuelles qui ne constituent pas des composantes de l'indicateur de confiance révèle que les consommateurs demeurent assez pessimistes en ce qui concerne l'évolution, sur les douze derniers mois, de leur situation financière et de la situation économique générale. Quant aux questions relatives à l'intérêt de faire actuellement des achats importants ou l'intention d'acheter des biens d'équipement au cours des douze prochains mois, on note la persistance d'une assez forte volatilité au cours des derniers mois qui ne permet pas de dégager une tendance claire. Les perceptions des consommateurs au sujet de l'épargne/l'endettement actuels ont évolué de façon positive pendant la période allant de mai à juillet 2003.

S'agissant des orientations des prix à la consommation, une nette détérioration des perceptions des consommateurs en ce qui concerne l'évolution sur les douze derniers mois a été observée en juillet et août 2003. Ce développement est remarquable puisqu'il est allé de pair avec une baisse de l'inflation des prix à la consommation au cours de la période d'avril à juillet 2003. Les consommateurs sont également devenus plus pessimistes en juin et juillet 2003 au sujet de l'inflation anticipée (évolution des prix à la consommation au cours des douze prochains mois). Cependant, cette détérioration fait suite à une notable orientation optimiste de l'inflation anticipée entre avril et juin de l'année en cours. Ces résultats sont également illustrés par le graphique qui suit.



Source: BCL

Au sujet des questions trimestrielles, on note que les intentions d'acheter une automobile ou bien un logement ont diminué en juillet 2003 après avoir été remarquablement stables au cours de la période de janvier 2002 à avril 2003. Par contre, le solde pondéré des consommateurs qui ont l'intention d'engager des dépenses importantes pour l'amélioration ou la rénovation de leur logement a augmenté en juillet 2003.

## 1.2.6 Marché du travail

### 1.2.6.1 Emploi

Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance de l'emploi a amorcé une décélération graduelle en juillet 2001 qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2002, suivant ainsi avec un retard la détérioration de l'activité économique. Puis, au cours du premier semestre 2003, les premiers chiffres définitifs ainsi que les dernières estimations disponibles indiquent que le rythme annuel de croissance de l'emploi total intérieur semble se stabiliser autour de 2,0 %. La croissance de l'emploi total intérieur a atteint 2,1 % en juin 2003, pour aboutir à 292 099 personnes (après respectivement 3,2 % et 286 076 personnes douze mois plus tôt).

L'économie continue donc à pourvoir des emplois nouveaux bien que leur nombre (5 810 emplois) soit quasiment deux fois moins élevé que l'année précédente (10 323 emplois); de même, les non-résidents continuent de satisfaire à la plus grande partie de cette offre d'emplois. Le nombre total de frontaliers s'élevait à 107 172 personnes en juin 2003 (après 103 015 personnes en juin 2002). Leur poids dans les nouveaux emplois créés et dans l'emploi total au cours des six premiers mois de l'année 2003 n'a cessé de croître: ils représentaient respectivement 68,2 % des nouveaux emplois et 36,5 % de l'emploi total au cours du premier semestre 2003 (après respectivement 64,3 % et 35,8 % l'année précédente à la même période). Par conséquent, l'emploi national, qui s'élève à 193 330 personnes en juin 2003 (après 191 464 personnes en juin 2002), voit sa part reculer dans les créations d'emplois, alors que le chômage a augmenté durant cette période. Une explication de ce phénomène peut résider en une inadéquation entre l'offre et la demande de travail en termes de qualification et d'exigences salariales, puisque le salaire de réserve des non-résidents est sans doute plus faible que celui des résidents en raison du montant significativement plus élevé du salaire social minimum luxembourgeois comparativement aux salaires minimums belge et français en particulier.

L'emploi salarié a, tout comme les autres agrégats de l'emploi, enregistré une phase de croissance lente au cours du premier semestre 2003, s'établissant autour d'un rythme de croissance annuelle de 2,0 %, soit un niveau de 275 172 salariés en juin 2003 (après 269 170 salariés douze mois plus tôt). Cependant, ce ralentissement pourrait s'accroître au cours des mois à venir. En effet, un phénomène de «thésaurisation» de la main-d'œuvre a pu être noté dans certains secteurs de l'économie lors de la période de ralentissement conjoncturel, ce qui risque de déboucher sur

des licenciements supplémentaires si les perspectives de relance ne se concrétisent pas.

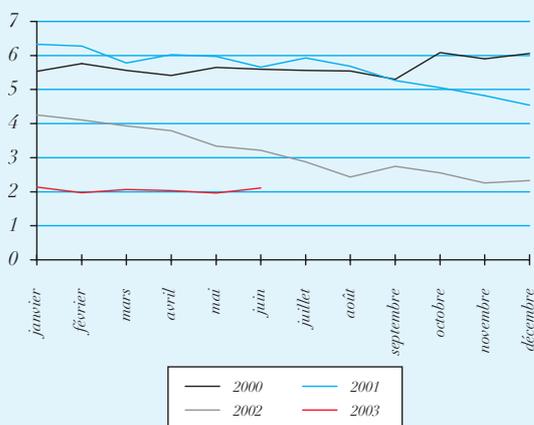
Au cours des six premiers mois de l'année 2003, la croissance annuelle de l'emploi indépendant a fléchi, atteignant 0,1 % en juin 2003 soit 16 927 indépendants (après 16 906 en juin 2002). A noter que le ralentissement très substantiel de la croissance de l'emploi indépendant entre mars (1,4 % observés) et avril 2003 (0,4 % estimés) pourrait s'expliquer par le fait que les chiffres de l'emploi ne sont plus observés après mars, mais résultent d'estimations sujettes à révisions.

**Tableau 9** *Variation annuelle des principaux agrégats de l'emploi\* (en %)*

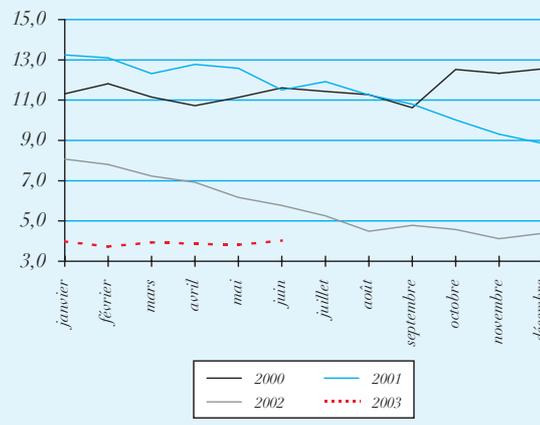
	<i>Emploi salarié intérieur</i>	<i>Indépendants</i>	<i>Emploi total intérieur</i>	<i>Frontaliers entrants</i>	<i>Emploi national</i>	<i>Population active</i>
jan.-02	4,5	0,1	4,3	8,1	2,1	2,4
fév.-02	4,4	-0,2	4,1	7,8	2,0	2,3
mars-02	4,2	0,0	3,9	7,2	2,1	2,3
avril-02	4,0	-0,1	3,8	6,9	2,0	2,3
mai-02	3,6	0,0	3,3	6,2	1,7	2,1
juin-02	3,4	0,1	3,2	5,8	1,7	2,0
juil.-02	3,0	0,2	2,9	5,3	1,5	1,9
août-02	2,6	0,2	2,4	4,5	1,2	1,7
sept.-02	2,9	0,6	2,7	4,8	1,5	2,1
oct.-02	2,7	0,9	2,6	4,6	1,4	2,0
nov.-02	2,3	1,1	2,3	4,1	1,2	1,8
déc.-02	2,4	1,2	2,3	4,4	1,1	1,9
jan.-03	2,2	1,7	2,1	4,0	1,1	1,8
fév.-03	2,0	1,6	2,0	3,7	1,0	1,8
mars-03	2,1	1,4	2,1	3,9	1,0	1,9
avril-03*	2,1	0,4	2,0	3,9	1,0	1,9
mai-03*	2,1	0,3	2,0	3,8	0,9	1,8
juin-03*	2,2	0,1	2,1	4,0	1,0	1,9

Sources: IGSS, STATEC, calculs BCL

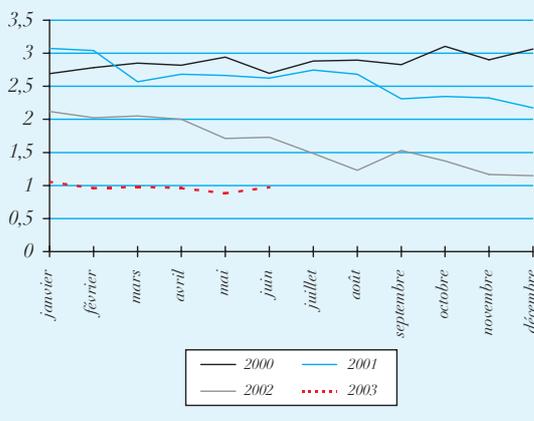
\* Les données d'avril à juin sont des estimations.

**GRAPHIQUE 21****VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI TOTAL INTÉRIEUR** (taux de croissance en %)

Sources: IGSS, STATEC

**GRAPHIQUE 23****VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI FRONTALIER** (taux de croissance en %)

Sources: IGSS, STATEC

**GRAPHIQUE 22****VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI NATIONAL** (taux de croissance en %)

Sources: IGSS, STATEC

### 1.2.6.2 Chômage

L'évolution du taux de chômage continue de faire écho à l'atonie persistante de la conjoncture. En effet, bien que le taux de chômage au sens «strict» ait enregistré une baisse graduelle tout au long du premier semestre 2003, passant de 3,8 % en janvier à 3,5 % en juin (soit 7 049 personnes), cette diminution doit être relativisée pour deux raisons. D'une part, elle est attribuable à une tendance saisonnière et, d'autre part, elle est nettement moins prononcée que celles constatées durant les années précédentes. Ainsi, le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières continue son ascension pour atteindre 3,8 % en juin 2003.

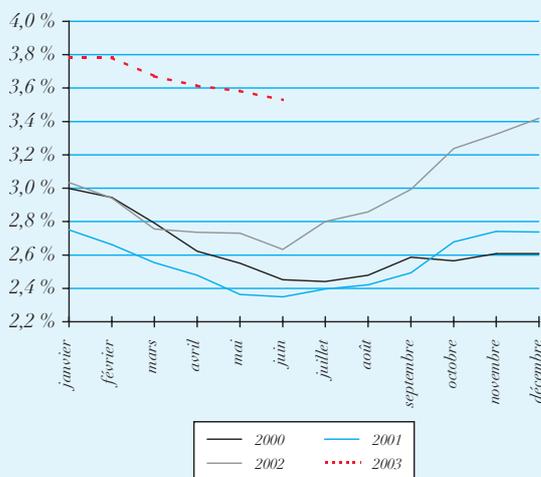
La ventilation du nombre de chômeurs par classe d'âge révèle que toutes les tranches allant jusqu'à 40 ans ont augmenté au cours du premier semestre 2003, comparativement à la même période de l'année passée. Plus précisément, ce sont les personnes de moins de trente ans qui sont les plus touchées, et partant les plus vulnérables face à la montée du chômage au Luxembourg.

Sur le front de la durée du chômage, on observe une tendance généralisée à l'augmentation du nombre des inscriptions dans toutes les catégories de chômage. Ainsi, tant le chômage de courte durée (d'une durée inférieure à six mois) que le chômage de longue durée (d'une durée supérieure à un an) ont enregistré une ascension graduelle tout au long du premier semestre

2003 comparativement à la même période de l'année passée (le nombre moyen de personnes inscrites dans ces catégories a augmenté de respectivement 31,8 % et 25,1 % au cours du premier semestre 2003). La tendance à l'allongement de la durée du chômage dite de «moyenne durée» a redoublé de vigueur au cours des six premiers mois de cette année au regard de l'augmentation observée de 44,9 % du nombre de personnes inscrites à l'ADEM pour une durée entre 6 et 12 mois. Ceci met en lumière l'émergence d'une certaine «persistance» du chômage qui, si elle se prolonge, risque de réduire l'«employabilité» des chômeurs concernés.

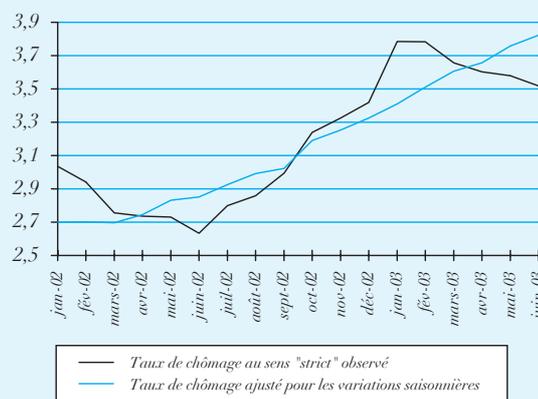
Le taux de chômage au sens «large» englobe les chômeurs occupés dans une mesure de mise au travail ou de formation; ce taux dépasse depuis le début de l'année systématiquement le taux correspondant de l'année précédente. Il s'élève à 5,0 % en juin 2003 soit 7 818 personnes douze mois auparavant. En juin 2003, 3 021 personnes bénéficiaient de ces mesures, ce qui correspond à une hausse de 380 personnes par rapport à juin 2002 (soit une augmentation de 14,4 % en glissement annuel). La baisse du taux de chômage au sens «large» à partir de février doit, comme cela a été relevé pour l'acceptation «étroite» du chômage, être vue comme résultant d'un phénomène saisonnier.

**GRAPHIQUE 24**  
EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE AU SENS «STRICT»



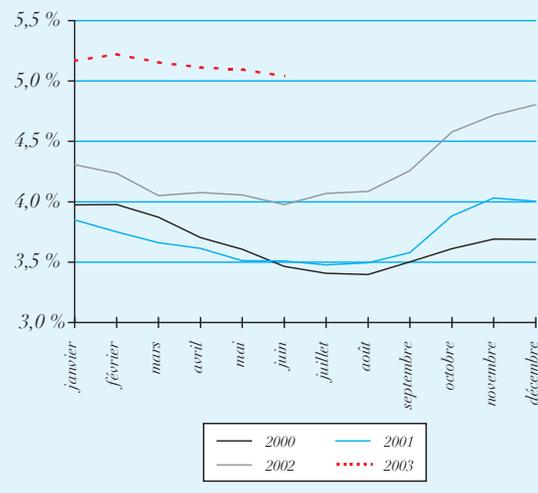
Sources: ADEM, IGSS, STATEC

**GRAPHIQUE 25**  
TAUX DE CHÔMAGE AU SENS «STRICT» OBSERVÉ ET TAUX DE CHÔMAGE AJUSTÉ POUR LES VARIATIONS SAISONNIÈRES



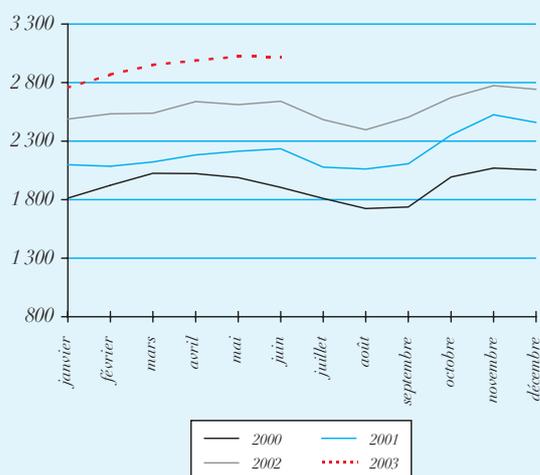
Sources: ADEM, IGSS, STATEC

**GRAPHIQUE 26**  
EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE AU SENS «LARGE»



Sources: ADEM, IGSS, STATEC

**GRAPHIQUE 27**  
**NOMBRE DES MESURES SPÉCIALES**  
**POUR L'EMPLOI**



Sources: ADEM, IGSS, STATEC

### 1.2.6.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données définitives fournies par l'IGSS pour le mois de mars 2003, le coût salarial moyen par mois et par personne a progressé de 3,0 % en variation annuelle au cours du premier trimestre 2003, après 3,7 % au premier trimestre 2002 et 3,5 % au cours du dernier trimestre 2002. Ce ralentissement de la croissance du coût salarial est principalement attribuable à une moindre contribution des « autres composantes » à la croissance du coût salarial, en particulier à celle des gratifications qui est négative. La morosité de la conjoncture et, en particulier, les profits moindres dégagés dans le secteur financier, n'ont ainsi pas manqué de se répercuter sur les éléments les plus flexibles du coût salarial. Néanmoins, cet infléchissement risque d'être interrompu par l'entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> août 2003 d'une nouvelle cote d'application de l'échelle mobile des salaires. La dernière adaptation de 2,5 % remonte au 1<sup>er</sup> juin 2002 alors que la prochaine n'est prévue que pour l'année 2005.

**Tableau 10 Décomposition de la croissance du coût salarial moyen par mois et par personne**

Années	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes <sup>9</sup>	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
Trimestres	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
2002 T1	2,5	1,2	3,7
2002 T2	0,8	0,9	1,7
2002 T3	2,5	0,8	3,3
2002 T4	2,5	1,0	3,5
2003 T1	2,5	0,5	3,0

Sources: IGSS et calculs BCL

<sup>9</sup> Les autres composantes sont : salaires négociés et wage drift, gratifications, cotisations salariales et cotisations patronales.

## 1.2.7 Le secteur financier

### 1.2.7.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

Au cours des derniers mois, le nombre des établissements de crédit s'est encore contracté pour atteindre 175 entités au 31 août 2003, confirmant ainsi le recul observé au cours des trois dernières années.

Les cinq derniers mois de l'année en cours dégagent une baisse nette de 3 unités du nombre des établissements de crédit, provoquant ainsi une rupture avec la stagnation du nombre de banques, observée au cours du premier trimestre. De même qu'au cours de l'année 2002, la diminution du nombre de banques s'explique en partie par des regroupements bancaires motivés par les décisions des sièges et/ou maisons-mères des entités luxembourgeoises.

On notera également que le nombre de banques d'origine allemande a diminué de 3 unités contribuant ainsi à raison de près de 50 % à la baisse nette du nombre des banques qui a diminué de 7 unités par rapport au 31 août 2002.

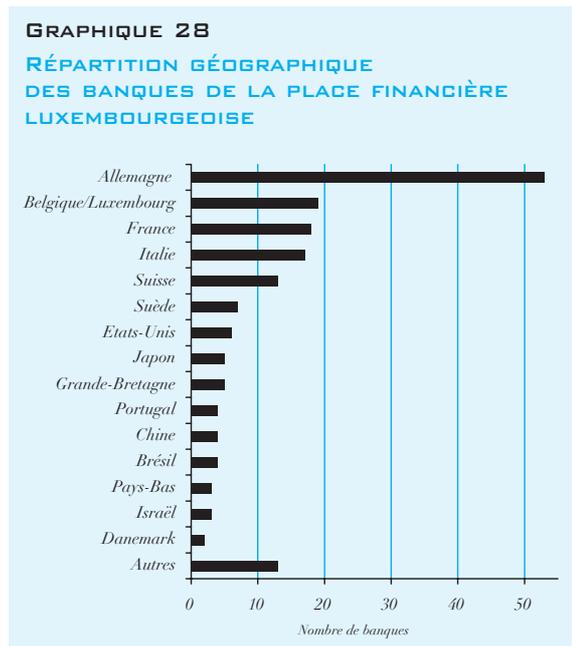
La période allant du 31 mars au 1<sup>er</sup> septembre 2003 fait état des développements suivants:

- la liquidation de la BFI Bank AG, Niederlassung Luxemburg (21 mai 2003)
- la liquidation de la Volksbank Saar-West eG, succursale de Luxembourg (30 juin 2003)
- la fusion du Crédit Européen S.A. avec la ING Bank (Luxembourg) S.A. (5 mai 2003) ayant eu comme conséquence la suppression du Crédit Européen S.A.
- le retrait de la BHW Allgemeine Bausparkasse AG, succursale de Luxembourg, suite à sa fusion avec la BHW Bausparkasse AG, succursale de Luxembourg, intervenu le 1<sup>er</sup> août 2003
- la constitution de la Islandsbanki hf, Luxembourg Branch au 1<sup>er</sup> juillet 2003

Après un bref répit au cours du premier trimestre de l'année en cours, le mouvement de concentration dans le paysage bancaire luxembourgeois a donc de nouveau repris de la vigueur. De plus, plusieurs projets de concentration et de liquidation, annoncés depuis un certain temps, devraient se concrétiser dans les mois à venir et par conséquent amplifier le mouvement baissier du nombre d'établissements de crédit au

Luxembourg, si bien qu'il est possible que le nombre de banques retombe à environ 170 entités vers la fin de l'année en cours.

Du point de vue de l'origine géographique des établissements de crédit actifs sur la place luxembourgeoise, la répartition reste sensiblement figée, les institutions allemandes représentant près du tiers de l'effectif total.



Source: CSSF

### 1.2.7.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

Au 31 juillet 2003, la somme des bilans des institutions financières monétaires s'est élevée à 825 375 millions d'euros contre 826 114 millions d'euros au 30 juin 2003, soit une baisse de 0,1 %. Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de juillet 2002 à juillet 2003, la somme des bilans est en hausse de 5,9 %.

La hausse de la somme des bilans des IFMs est cependant de nature technique et s'explique par la modification des critères de sélection des OPC monétaires au 1<sup>er</sup> janvier 2003, qui a entraîné l'inscription sur la liste officielle des IFMs de 18 nouveaux compartiments avec une somme de bilan agrégée de près de 51 000 millions d'euros.

### 1.2.7.3 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

La somme des bilans des établissements de crédit, qui représente 79,5 % de la somme des bilans des IFMs, s'élève à 656 257 millions d'euros au 31 juillet 2003 affichant ainsi une baisse de 2,9 % par rapport au 31 juillet 2002.

Ce recul de 2,9 % de la somme des bilans sur base annuelle cache cependant une évolution plus nuancée qui se dégage lors de l'étude de l'évolution du volume d'activités des banques mesuré par la somme des bilans. En effet, l'analyse de la somme des bilans sur les dix-neuf derniers mois permet de dégager deux périodes d'une durée de respectivement dix et neuf mois qui se caractérisent par des évolutions très contrastées. D'une part, entre décembre 2001 et septembre 2002, la somme des bilans des banques a chuté de 8,3 % passant de 721 000 millions d'euros à 661 067 millions d'euros. D'autre part, entre septembre 2002 et juillet 2003, la somme des bilans a oscillé autour de la barre des 660 000 millions d'euros pour s'établir au 31 juillet 2003 à 656 257 millions d'euros, soit une baisse de 0,7 % par rapport au 30 septembre 2002.

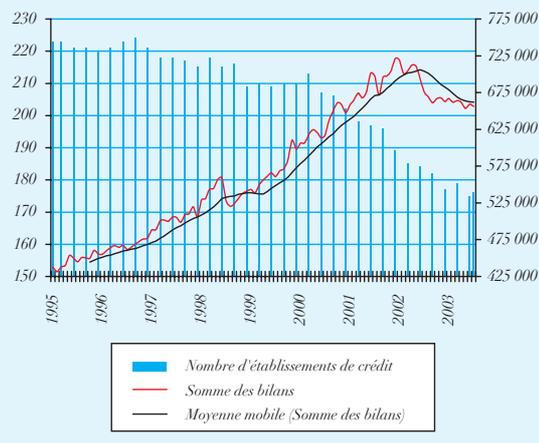
L'atténuation du mouvement de repli de la somme des bilans, observé au cours des neuf derniers mois ne permet cependant pas de cacher une tendance à la baisse sans équivoque. Ainsi, tel qu'il ressort du graphique ci-contre, l'interruption temporaire du mouvement de recul par de faibles sursauts documentant une hausse mensuelle de la somme des bilans ne peut cacher le mouvement de repli entamé en janvier 2002. Ainsi, la moyenne mobile sur 12 mois de la somme des bilans affiche une baisse mensuelle constante de l'ordre de 0,5 % au cours des 9 derniers mois.

Au cours de la même période, allant de décembre 2001 à août 2003, le nombre des établissements de crédit affiche une baisse de 14 unités, en tombant de 189 à 175.

La poursuite du processus de concentration dans le paysage bancaire luxembourgeois s'accompagne également d'une réduction de la somme de bilan moyenne par banque passant de 3 815 millions d'euros fin décembre 2001 à 3 729 millions d'euros (-2,3 %) fin juillet 2003.

GRAPHIQUE 29

ÉVOLUTION DE LA SOMME DES BILANS PAR RAPPORT À L'ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE JANVIER 1995 À JUIN 2003



Source: BCL.

Le contexte économique peu favorable au cours des douze derniers mois, qui contribue au mouvement baissier de la somme des bilans, se répercute quasi exclusivement sur les crédits à la clientèle non bancaire et sur l'activité interbancaire. Alors que le volume des opérations interbancaires s'est réduit de 7 505 millions d'euros (2,1 %) sur base annuelle, celui des crédits sur le secteur non bancaire a diminué de 10 586 millions d'euros, soit une réduction de 8,0 % sur les douze derniers mois, pour s'établir à 121 102 millions d'euros au 31 juillet 2003.

Le repli, sur base annuelle, du volume des crédits s'explique d'une part par l'attentisme des entreprises, encore peu confiantes en ce qui concerne un redressement économique, et d'autre part par le durcissement des critères d'attribution de crédits par les banques, notamment en ce qui concerne les crédits accordés aux sociétés non financières. Toutefois, alors que sur base annuelle, on assiste à un fléchissement du volume des crédits accordés par les établissements de crédit, l'évolution mensuelle des crédits sur le secteur non bancaire dégage un dynamisme positif tel qu'en témoigne un accroissement de 0,8 % entre juin et juillet 2003.

L'évolution de l'encours des crédits sur le secteur privé non bancaire entre le 31 mars et le 31 juillet 2003 se

caractérise d'une part par une diminution de 1,1 % du volume des crédits vis-à-vis des non-résidents et d'autre part par un accroissement de 4,1 % des crédits sur les résidents luxembourgeois. Au Luxembourg, les crédits accordés au secteur des sociétés non financières ont augmenté de 6,4 % au cours des quatre derniers mois pour s'élever à 6 884 millions d'euros au 31 juillet 2003 alors que les crédits accordés aux ménages affichent une progression de 3,3 % sur la même période. La demande de crédits est évidemment fortement stimulée par les taux d'intérêt historiquement bas. Alors que la reprise économique, annoncée pour la fin de l'année 2003, pousse les sociétés non financières du secteur privé à profiter du faible loyer de l'argent pour financer des investissements, les ménages profitent des taux d'intérêt peu élevés pour recourir à des prêts à la consommation et des prêts immobiliers.

Le moment ainsi que l'ampleur de la répercussion sur leurs clients des modifications de taux par la Banque centrale relèvent des décisions individuelles des acteurs du monde bancaire. L'analyse des statistiques de taux d'intérêt actuellement disponibles pour la zone euro et le Luxembourg<sup>10</sup> montre que les établissements de crédit n'ont procédé qu'à une transmission partielle de la baisse des taux à leurs clients.

A la suite de la baisse de 0,5 % des taux directeurs, décidée par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion du 5 juin 2003, les taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro ont effectivement été revus à la baisse, portant les taux d'intérêt au niveau le plus bas depuis janvier 1999. Le taux d'intérêt moyen sur les dépôts à terme avec une échéance initiale inférieure ou égale à deux ans est tombé d'environ 0,2 % en juin 2003<sup>11</sup>, par rapport à mai 2003. Parallèlement, les taux d'intérêt sur les crédits immobiliers ont également baissé d'environ 0,2 % entre mai et juin 2003 alors que les taux d'intérêt sur les prêts à la consommation n'ont diminué que de 0,04 % entre mai et juin 2003. Au niveau de la zone, les établissements de crédit ont donc répercuté à la baisse des taux directeurs à raison d'environ 40 % sur les crédits immobiliers et les dépôts à terme alors que les taux d'intérêt sur les prêts à la consommation sont restés quasi stables.

Au Luxembourg, comme dans les autres pays de la zone, les banques n'ont procédé qu'à un ajustement partiel de leurs taux d'intérêt débiteurs et créditeurs. A l'instar de la zone euro, les taux d'intérêt débiteurs sur les crédits immobiliers ont également baissé d'environ 0,2 % entre mai et juin 2003 alors que ceux sur les taux d'intérêt sur les crédits à la consommation n'ont baissé que de 0,06 % sur la même période. Les taux d'intérêt des banques luxembourgeoises sur les dépôts à terme d'une échéance initiale inférieure ou égale à deux ans ont également baissé d'environ 0,2 % entre mai et juin 2003. En juillet le taux d'intérêt sur les crédits immobiliers a encore diminué de l'ordre de 0,2 % par rapport à juin 2003 alors que ceux des crédits à la consommation et des dépôts avec une échéance initiale inférieure ou égale à deux ans ont également légèrement diminué par rapport à juin 2003.

Ainsi, de mars à juillet 2003, les crédits à la consommation ont augmenté de 2,1 % pour s'élever à 1 060 millions d'euros au 31 juillet 2003 alors que les prêts immobiliers ont même augmenté de 4,0 % pour atteindre 7 442 millions d'euros. La demande pour des nouveaux crédits, destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg, se maintient également à un niveau élevé. Au cours du second trimestre de l'année en cours, le volume de ces crédits atteint 990 millions d'euros, soit 225 millions d'euros de plus qu'au cours de la même période de l'année précédente. Ce sont plus particulièrement les crédits aux non-promoteurs, dont le volume a augmenté de 16,9 % par rapport à celui observé au cours du second trimestre de l'année 2002, qui affichent l'augmentation la plus importante. De plus, les crédits au secteur non résidentiel ainsi que les crédits au secteur communal montrent également une nette progression. Cette progression confirme l'évolution de l'encours des crédits immobiliers accordés aux résidents qui, sous l'impulsion de la demande persistante pour des nouveaux logements, de taux d'intérêts historiquement bas ainsi que d'incitations fiscales, évolue favorablement au cours des dernières années.

<sup>10</sup> L'analyse des taux d'intérêt des banques de dépôts de la zone euro et du Luxembourg doit être utilisée avec prudence et seulement à des fins statistiques. D'une part, les taux d'intérêt pour la zone sont calculés en termes de moyenne pondérée des taux d'intérêt nationaux communiqués par les banques centrales sur base des informations disponibles non harmonisées. D'autre part, les données relatives au Luxembourg sont issues d'une collecte de données implémentée en janvier 2003 et dont les premiers résultats présentent encore certains problèmes de qualité.

<sup>11</sup> Les données les plus récentes pour la zone euro sont celles au 30 juin 2003.

**Tableau 11 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution**

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2003/07
	2002/07	2003/06	2003/07	2002/07 - 2003/07		2003/06 - 2003/07		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	350 417	347 824	342 912	-7 505	-2,1	-4 912	-1,4	52,3
Créances sur la clientèle	131 688	120 190	121 102	-10 586	-8,0	912	0,8	18,5
Portefeuille titres	171 468	171 344	172 477	1 009	0,6	1 133	0,7	26,3
Autres actifs	22 499	19 685	19 766	-2 733	-12,1	81	0,4	3,0
<b>Total de l'actif</b>	<b>676 072</b>	<b>659 043</b>	<b>656 257</b>	<b>-19 815</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2 786</b>	<b>-0,4</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

Le portefeuille de titres des banques luxembourgeoises reste fortement orienté vers les titres autres que des actions qui représentent, au 30 juillet 2003, 93,1% de l'ensemble du portefeuille de titres. Ce rapport élevé, qui se maintient à un niveau stable au cours des derniers mois, confirme l'orientation des investissements en titres par les établissements de crédit luxembourgeois vers des valeurs réputées sûres.

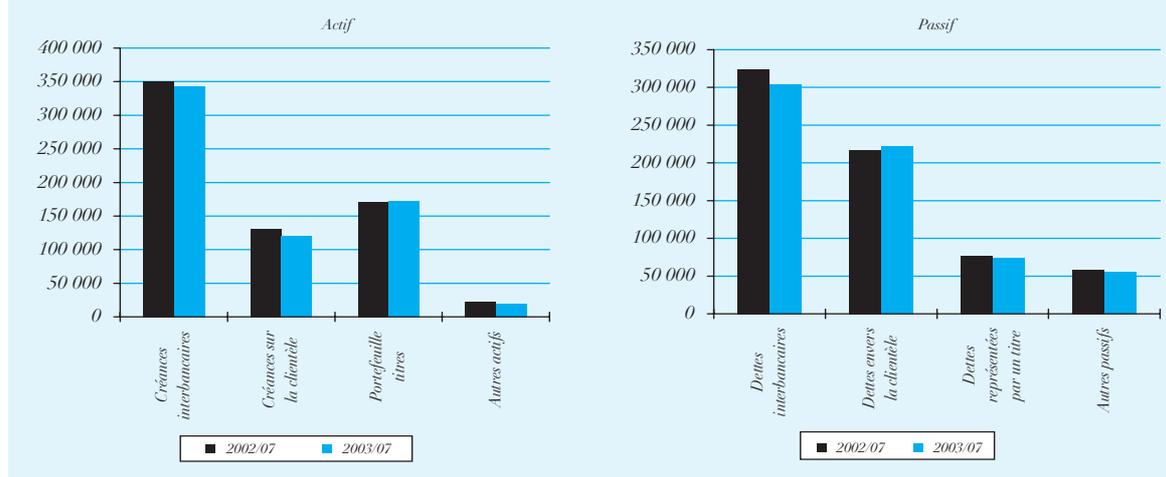
En ce qui concerne les portefeuilles titres des établissements de crédit luxembourgeois, les investissements sont principalement orientés vers des émetteurs de la

zone euro qui représentent 73,7% de l'ensemble du portefeuille de titres, fin juin 2003<sup>12</sup>. De plus, la recherche de valeurs sûres conduit les banques vers l'acquisition de titres dont les émetteurs font partie de deux secteurs: 46,5% du portefeuille sont investis dans des titres émis par des établissements de crédit alors que 30,6% des titres détenus sont émis par le secteur public.

Au 31 juillet 2003, le portefeuille de titres s'élevait à 172 477 millions d'euros, soit une hausse de 0,6% par rapport à la même date de l'année précédente.

**GRAPHIQUE 30**

**DÉCOMPOSITION DES PRINCIPAUX CHIFFRES RELATIFS AUX DIFFÉRENTS POSTES DU BILAN ET LEUR ÉVOLUTION**



Source: BCL

<sup>12</sup> Les données détaillées sur la décomposition du portefeuille de titres détenus par les établissements de crédit ne sont disponibles que sur une base trimestrielle.

Du côté du passif du bilan, la contraction du volume d'activités se manifeste essentiellement au niveau des passifs interbancaires qui ont nettement chuté de 19 511 millions d'euros (-6,0 %) au cours des douze

derniers mois alors que les dépôts de la clientèle non bancaire se maintiennent à un niveau élevé totalisant 222 376 millions d'euros (-0,4 %) fin juin 2003.

**Tableau 12 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution**

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2003/07
	2002/07	2003/06	2003/07	2002/07 - 2003/07		2003/06 - 2003/07		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	323 631	307 647	304 120	-19 511	-6,0	-3 527	-1,1	46,3
Dettes envers la clientèle	217 259	223 266	222 376	5 117	2,4	-890	-0,4	33,9
Dettes représentées par un titre	76 861	72 499	73 790	-3 071	-4,0	1 291	1,8	11,2
Autres passifs	58 321	55 631	55 971	-2 350	-4,0	340	0,6	8,5
<b>Total du passif</b>	<b>676 072</b>	<b>659 043</b>	<b>656 257</b>	<b>-19 815</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2 786</b>	<b>-0,4</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

Le volume des dépôts de la clientèle privée non bancaire s'élève à 222 376 millions d'euros, soit une stabilisation à 890 millions d'euros près par rapport au 30 juin 2003. Cette stabilisation à un niveau élevé s'inscrit dans la volonté de rechercher des valeurs sûres. Certes, les marchés financiers ont dégagé des évolutions favorables au cours des derniers mois mais restent caractérisés par une certaine volatilité; de plus, les investisseurs restent cantonnés dans une prudence accrue, à la suite des débâcles vécues au cours des dernières années.

Les dépôts des résidents du secteur privé non bancaire quant à eux ont augmenté de 1,6 % entre le 31 mars et le 31 juillet 2003 et se stabilisent donc à un niveau élevé depuis le début de l'année. La part élevée des dépôts à vue, représentant 47,6 % de l'ensemble des dépôts des résidents luxembourgeois, peut s'expliquer d'une part par le maintien de liquidités en vue d'une décision d'investissement ou de consommation; elle s'explique également par le fait que la différence entre la rémunération des dépôts à vue et des dépôts à terme a tendance à s'atténuer lorsque le loyer de l'argent est peu important.

#### Impact du cours de change (USD/EUR) sur l'évolution de la somme de bilan des établissements de crédit

Près de 35 % des actifs, de la somme de bilan agrégée des établissements de crédit, sont libellés dans des monnaies étrangères. Par conséquent, les cours de change de l'euro à la hausse ou à la baisse peuvent en fonction de leur évolution faire fluctuer la somme de bilan.

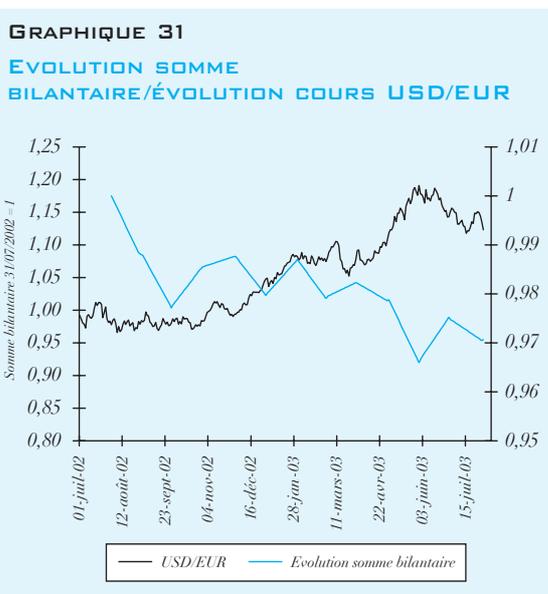
Les éléments d'actif libellés en monnaies étrangères sont convertis dans la monnaie du capital aux cours en vigueur à la date d'établissement du bilan. Le montant pour lequel ces éléments sont rapportés au bilan peut varier du simple fait que le cours de change des devises dans lesquelles sont libellés les actifs varie par rapport à la monnaie du capital.

Sachant que 67,6 % des 35 % d'actifs libellés dans des monnaies étrangères, ou 23,7 % de la somme de bilan agrégée, sont libellés en dollar US et que le dollar US a subi une forte dévaluation par rapport à l'euro au cours des douze derniers mois, il est intéressant de voir dans quelle mesure la baisse de la somme des bilans peut être mise en relation avec une baisse du dollar US.

Afin d'évaluer l'impact du cours de change sur l'évolution de la somme agrégée de bilan, nous posons l'hypothèse que les sommes renseignées au 30 juin 2002 en dollar US n'ont pas été sujet à des modifications structurelles jusqu'au 30 juin 2003, et restent par conséquent les mêmes. Sur cette base, on peut noter que l'effet de change aurait pu avoir un impact réducteur maximal de 21 330 millions d'euros sur le total de la somme de bilan. Ce montant non négligeable représente 3,2 % de l'agrégat des sommes de bilan des établissements de crédit.

L'analyse du graphique ci-joint semble confirmer cette observation vu qu'au moment, où le cours de change USD/EUR atteint son maximum avec 1,19 euro par dollar US (au 29 mai 2003), le total de la somme de bilan arrive au minimum constaté pour 2003.

Par conséquent, sur base d'une hypothèse d'une composition en devises inchangée de la somme de bilan ainsi que d'un taux de change USD/EUR stable, la somme des bilans des banques luxembourgeoises aurait décliné de 1,96 %, alors que le taux de variation non ajusté est pour rappel de -5,04 %.



Source: BCL, Bloomberg

#### 1.2.7.4 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

La détérioration de l'emploi dans le secteur des établissements de crédit et des PSF luxembourgeois s'est nettement amplifiée par rapport au trimestre précédent. Alors qu'au cours de l'année 2002 ainsi qu'au cours du premier trimestre 2003, les PSF affichaient encore une croissance de l'emploi, le second trimestre de l'année 2003 se caractérise par une baisse généralisée de l'emploi dans les banques et les PSF.

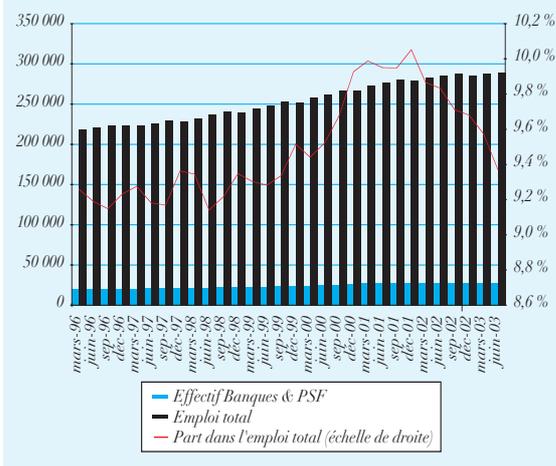
La reprise des marchés financiers en ce début d'année n'a donc pas permis de relancer les activités dans le secteur financier luxembourgeois de manière à arrêter l'hémorragie de l'emploi observée depuis le début de l'année 2002. Le secteur des banques et des PSF, dont l'effectif s'élève, fin juin 2003, à 27 086 entités, continue donc de perdre des emplois. Après une baisse continue de plus de 1 % sur l'année 2002, la première tendance pour 2003 indique une diminution accélérée de 607 unités (-2,2 %) entre décembre 2002 et juin 2003.

La diminution générale de l'effectif est en grande partie due au secteur bancaire, avec une contraction de 0,9 %, soit 204 unités, à 22 858 unités, alors que les professionnels du secteur financier (PSF) affichent un effectif en baisse de 4 %, soit 175 unités, à 4 228 unités entre le 31 mars 2003 et le 30 juin 2003. Cette baisse, pour les professionnels du secteur financier (PSF), au cours du deuxième trimestre 2003 est essentiellement due à quelques établissements à effectif élevé ayant transformé leur raison sociale en celle de société de gestion au cours de la même période, ce qui les enlève du champ couvert par les statistiques disponibles.

Sous ces conditions, la part de l'effectif des banques et des professionnels du secteur financier dans l'emploi intérieur total tombe à 9,3 %. Les effectifs du secteur financier sont donc plus sévèrement touchés par le ralentissement général de l'activité que ne le sont les effectifs de l'ensemble de l'économie.

### GRAPHIQUE 32

#### EVOLUTION COMPAREE DE L'FFECTIF DU SECTEUR FINANCIER ET DE L'EMPLOI INTERIEUR TOTAL



Source: BCL

La décre de l'emploi dans les établissements de crédit, qui s'est poursuivie sur base annuelle, avec une baisse de 809 unités, soit 3,4 %, doit toutefois être nuancée en fonction des regroupements et liquidations ayant eu lieu au cours des douze derniers mois. Toutefois, la réduction des emplois, bien que partiellement expliquée par la concentration dans le secteur bancaire, trouve également une explication dans le souci de maîtrise des coûts. A l'image de la situation observée tout au long de l'année 2002, les banques luxembourgeoises, à l'instar de leurs consœurs européennes, poursuivent leurs efforts de maîtrise des coûts, notamment par le biais d'une réduction des frais de personnel et d'exploitation. Dans ce sens, la tendance à l'outsourcing de certaines fonctions ou activités (telles que l'informatique, la gestion de fortune ou encore l'administration d'OPC) implique une réduction de l'emploi au même titre que les mesures spécifiques telles que l'offre d'années sabbatiques ou bien encore des plans de préretraite ou des licenciements.

En ce qui concerne la répartition par nationalité, l'emploi du secteur financier reste réparti entre nationaux

pour environ 29,1 % et étrangers pour environ 70,9 %. Cette répartition s'est stabilisée au cours des cinq derniers trimestres, après une tendance haussière forte en faveur de l'emploi étranger, dont la part est passée de 66,9 % au second trimestre 2000 à 70,9 % deux ans plus tard. En ce qui concerne le secteur des PSF, la part de l'emploi du personnel étranger, est globalement stable sur les 5 dernières années et s'établit à 84,6 % au 30 juin 2003, contre 68,4 % en date du 30 juin 2003 dans le secteur bancaire.

Les anticipations négatives faites par les établissements de crédit et les PSF au sujet de l'évolution des activités au cours de l'année 2003, devraient encore trouver leur traduction sur les effectifs dans les mois à venir. Toutefois, la baisse de 3,4 % de l'emploi sur base annuelle se compare encore favorablement à celle d'autres centres financiers importants si l'on considère que la suppression d'emplois a été estimée à quelque 10 % à New York et en Suisse. De plus, au vu des annonces faites tant sur la place de Londres qu'en Allemagne, il semble acquis que pour l'instant les banques luxembourgeoises tirent assez bien leur épingle du jeu.

#### 1.2.7.5 L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

A l'instar du premier trimestre 2003, le second trimestre est marqué par une évolution favorable des marchés financiers ainsi que par une croissance économique très faible au Luxembourg comme dans la zone euro. Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit ne reflètent cependant pas l'évolution positive vécue sur les marchés financiers au cours des six premiers mois de l'année 2003. En effet, malgré une reprise des marchés boursiers le solde net sur commissions est encore en recul en raison de l'abstention continue des interventions de la clientèle sur ces marchés et de la baisse de la valeur nette d'inventaire des OPC. Cette évolution est essentiellement à la base d'une nouvelle et nette régression du résultat brut, qui est aussi marqué par un moindre résultat net sur divers. Ce dernier, qui constitue un poste très volatile, est nettement inférieur à 2002 et accentué de ce fait la baisse des revenus en 2003.

**Tableau 13 Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois <sup>1)2)</sup>**

		2002 / 06	2003 / 06	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	20 594	18 099	-12,1	-2 495
2	Intérêts bonifiés	18 482	16 074	-13,0	-2 408
3	Marge sur intérêt	2 112	2 025	-4,1	-87
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	170	206	21,2	36
5	sur commissions	1 392	1 235	-11,3	-157
6	sur opérations de change	114	152	33,3	38
7	sur divers	226	120	-46,9	-106
8	Revenus nets (4+5+6+7)	1 902	1 713	-9,9	-189
9	Résultat brut (3+8)	4 014	3 738	-6,9	-276
10	Frais de personnel	893	874	-2,1	-19
11	Frais d'exploitation	687	664	-3,3	-23
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 580	1 538	-2,7	-42
13	Impôts divers, taxes et redevances	34	25	-26,5	-9
14	Amortissements sur immobilisé non financier	143	142	-0,7	-1
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	2 257	2 033	-9,9	-224

<sup>1)</sup> Résultats des établissements de crédit luxembourgeois à l'exclusion des succursales.

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

Source: BCL

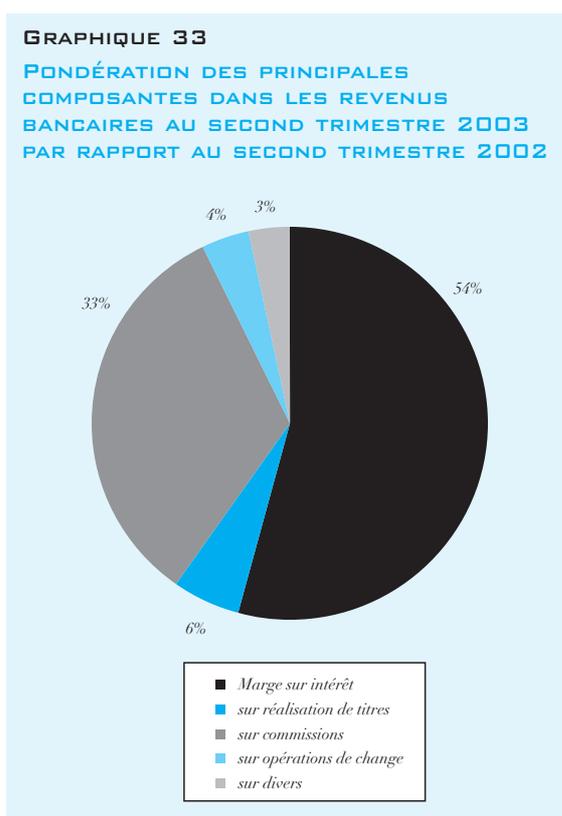
La marge sur intérêt est en régression de 4,1 % et atteint 2 025 millions d'euros au 30 juin 2003 contre 2 112 à la même date de l'année précédente. Cette diminution peut s'expliquer par la baisse des taux d'intérêt directeurs par l'Eurosystème accompagnée d'un affaiblissement de la courbe des rendements, réduisant ainsi les opportunités de transformation d'échéances. Ceci entraîne dès lors une baisse des intérêts perçus ainsi que des intérêts bonifiés en chiffres absolus, ceci d'autant plus que le volume global des activités, tel que recensé par la somme des bilans, s'est rétréci au cours des douze derniers mois. Fin juin 2003, les intérêts perçus s'élevaient à 18 099 millions d'euros (en baisse de 12,1 % sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient un montant de 16 074 millions d'euros (en diminution de 13,0 % par rapport au 30 juin 2002). Considérant ces différents développements, la marge sur intérêts, tout en diminuant en valeur absolue, maintient son importance relative dans le résultat brut, qui s'élève à 54,2 % au 30 juin 2003.

Le résultat hors intérêts a, tout comme en 2002, été marqué par le solde net sur commissions et par les revenus nets sur divers. Le solde sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la

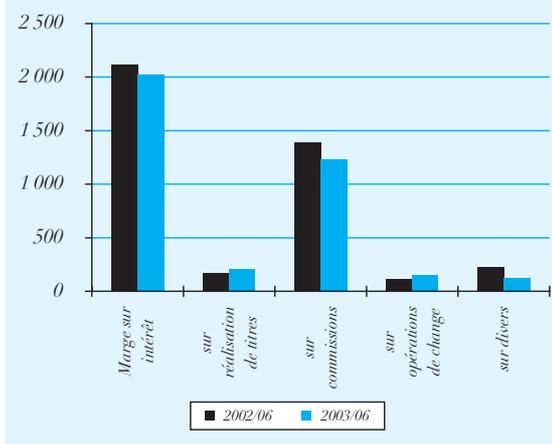
clientèle privée et par les fonds d'investissements pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire et pour certaines d'administration centrale, a évidemment souffert des conditions incertaines présentes sur les marchés financiers. D'une part, la clientèle privée reste toujours très prudente et, d'autre part, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques, a affiché une chute nette de 1,3 % en variation annuelle, au 30 juin 2003. Ces facteurs expliquent la chute des commissions qui se chiffre à 157 millions d'euros (-11,3 %) sur 12 mois, soit 1 392 millions d'euros au 30 juin 2002 contre 1 235 millions d'euros un an plus tard.

Face à la diminution des revenus, les établissements de crédit ont continué les programmes de maîtrise et de réduction des coûts afin d'être en mesure de maintenir des résultats nets à un niveau positif. Ainsi, on observe que les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) sont en baisse de 2,7 % (-42 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 1 538 millions d'euros au 30 juin 2003. L'évolution récente de l'effectif occupé dans les établissements de crédit se reflète dans l'évolution des frais

de personnel, en baisse de 2,1 % (-19 millions d'euros), sur la même période. L'analyse comparée de cette situation met en évidence la poursuite et l'intensification de cette politique de réduction des coûts. Ainsi, les frais de personnel ont représenté 893 millions d'euros au second trimestre 2002, contre 874 millions d'euros sur les six premiers mois de l'année en cours.



**GRAPHIQUE 34**  
**EVOLUTION ET VENTILATION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES AU SECOND TRIMESTRE 2003 PAR RAPPORT AU SECOND TRIMESTRE 2002**



Source: BCL

Compte tenu de ces évolutions, le résultat avant provisions et impôts s'élève à 2 033 millions d'euros au 30 juin 2003, ce qui représente une baisse de 6,9 % par rapport au 30 juin 2002.

### 1.2.8 Le commerce extérieur

Au premier semestre de l'année 2003, le déficit du commerce extérieur a atteint 1 400 millions d'euros, soit une hausse de 3,5 % par rapport au même semestre de l'année 2002. Les importations de biens ont atteint 6 112 millions d'euros, en progression de 2,4 % alors que les exportations se sont élevées à 4 712 millions d'euros, soit une hausse de 2,1 % en termes nominaux. De même, en termes de volumes échangés, la hausse des importations (4 %) s'est avérée légèrement supérieure à celle des exportations (3,6 %), expliquant ainsi la légère hausse du déficit du commerce extérieur. En ce qui concerne les prix relatifs, l'indice des valeurs unitaires à l'exportation s'est contracté de 1,4 % contre 1,2 % pour l'indice des prix à l'importation, provoquant ainsi une légère détérioration des termes de l'échange.

Au premier semestre 2003, l'impact le plus important sur la hausse de l'ensemble des exportations provient essentiellement de trois catégories de biens. La première concerne les articles manufacturés divers dont les exportations ont progressé de 12 % par rapport au

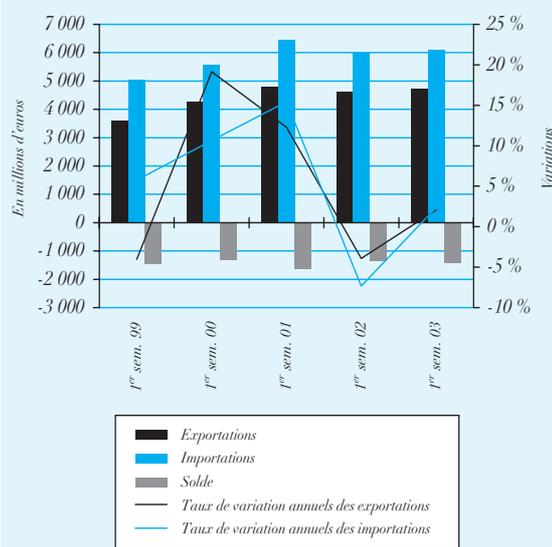
premier semestre 2002. La deuxième contribution provient des livraisons de la sidérurgie qui ont enregistré une légère progression de 2 % sous l'impulsion de la reprise de la demande internationale. Le matériel de transport, avec une hausse de 22,8 % au premier semestre 2003, a apporté la troisième contribution à la croissance de l'ensemble des exportations. L'impact négatif sur l'évolution des exportations provient essentiellement des «machines et équipements» qui ont subi une contraction de 5,4 % sous l'effet du recul du commerce export-import de téléphones mobiles.

Durant le premier semestre de l'année 2003, les livraisons de biens à destination des pays membres de la zone euro ont enregistré une légère hausse de 3,4 % pour atteindre 3 590 millions d'euros, soit 76 % de toutes les exportations du Luxembourg. Les ventes de marchandises en dehors de la zone euro, à l'exception des pays asiatiques, ont fortement régressé.

La progression des importations provient essentiellement des fournitures de produits pétroliers, de produits chimiques et connexes ainsi que de consommations intermédiaires de la sidérurgie. Ces trois catégories ont enregistré une importante hausse (+8,4 %), compensée par la réduction des approvisionnements en matériel de transport, en articles manufacturés divers et en machines et équipements. Les importations de machines et équipements intègrent surtout les téléphones portables destinés à la réexportation. Parmi les autres catégories d'importations de biens en hausse, citons les huiles et graisses, les boissons et tabac, ainsi que les autres articles manufacturés classés d'après la matière première.

Les approvisionnements en biens provenant de la zone euro ont augmenté de 3,5 % atteignant ainsi 5 273 millions d'euros, soit près de 86 % de toutes les importations luxembourgeoises. Les livraisons en provenance des Etats-Unis se sont fortement contractées, en l'absence d'acquisition de nouveaux biens d'équipement par le secteur aérien et spatial résident. En revanche, les importations en provenance des pays d'Asie et des pays d'Europe de l'Est ont fortement augmenté.

**GRAPHIQUE 35**  
**COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG**



Source: STATEC

## 1.2.9 La balance des paiements

### 1.2.9.1 Compte courant

Au premier trimestre 2003, le compte des transactions courantes s'est soldé par un excédent de 1 020 millions d'euros, en recul de 8,4 % par rapport au niveau atteint au même trimestre de l'année 2002. Cette détérioration de l'excédent courant s'observe au niveau des soldes de toutes les balances partielles à l'exception du solde des transferts courants. Ainsi, le **déficit des marchandises** s'est alourdi en atteignant 475 millions d'euros au premier trimestre 2003 contre 136 millions d'euros au même trimestre de l'année précédente. Deux facteurs sont à l'origine de ce gonflement du déficit de la balance des marchandises. D'un côté, les exportations de biens ont stagné voire légèrement diminué (-0,3 %). De l'autre côté, les importations de marchandises ont augmenté de 11 % au premier trimestre de cette année, suite à l'acquisition exceptionnelle d'or non monétaire et suite à la hausse du prix du pétrole.

En ce qui concerne la **balance des services**, son excédent s'est établi à 1 992 millions d'euros au premier trimestre de cette année, soit un recul de 6,7 % par rapport au niveau du premier trimestre 2002. Cette réduction de l'excédent des services résulte d'une forte

contraction de l'activité dans son ensemble puisque les exportations de services ont diminué de 8,6 % et les importations de 9,7 %. Étant donné leur proportion prépondérante dans l'ensemble des services, les services financiers ont largement pesé sur ce développement défavorable des prestations de services. En effet, les exportations nettes de services financiers se sont contractées de 21 %, reflétant ainsi la baisse des commissions perçues par les intermédiaires financiers. Ce recul des commissions bancaires est lié au contexte fébrile qui a encore caractérisé les marchés boursiers internationaux au premier trimestre 2003. En dehors des activités financières, les recettes nettes de tourisme, de transport et de communication sont restées relativement stables.

Au niveau de la **balance des revenus**, le déficit s'est alourdi en atteignant 712 millions d'euros au premier trimestre 2003 contre 627 millions d'euros sur la même

période de l'année 2002. Cette détérioration du solde des revenus résulte de l'aggravation du déficit des rémunérations des travailleurs frontaliers et de la baisse de l'excédent des revenus des investissements. En effet, même si leur progression s'est ralentie, les frontaliers continuent d'occuper une part importante des nouveaux emplois créés au Luxembourg. Quant à l'excédent des revenus des investissements, il a chuté sous l'effet de l'appréciation de l'euro et sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt.

Enfin la balance des transferts courants a enregistré un excédent exceptionnel de 214 millions d'euros au premier trimestre 2003 comparé à un déficit de 258 millions au premier trimestre 2002. Le niveau particulièrement élevé des recettes nettes encaissées au titre des transferts courants est dû en grande partie à l'indemnisation du lancement raté d'un satellite au cours de l'année 2002.

## Ventilation sectorielle et comparaison internationale des flux d'investissements directs du Luxembourg enregistrés en 2002

### Définition des investissements directs étrangers

Les investissements directs étrangers (IDE) sont des investissements internationaux qui reflètent l'intention, pour une entité résidente d'une économie, d'acquérir un intérêt durable dans une société non résidente ou vice versa. L'intérêt durable implique l'existence de relations à long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise. Par convention, un tel intérêt est présumé lorsque la participation de l'investisseur direct dépasse 10 % du capital social<sup>13</sup>.

Les investissements directs étrangers (IDE) sont une des composantes de la balance des paiements et de la position extérieure globale. Dans son manuel de la balance des paiements (1993), le FMI recommande de distinguer les transactions IDE selon le sens dans lequel les investissements sont réalisés, à savoir d'une entreprise résidente vers une entité non résidente («investissements directs à l'étranger») ou, à l'inverse, d'une entreprise non résidente dans une entité résidente («investissements directs de l'étranger»). Il y a de même lieu de distinguer, à l'intérieur de la composante IDE, les transactions portant tant sur le capital social et les bénéfices réinvestis que sur les autres transactions. Ces dernières regroupent notamment les prêts, les crédits commerciaux et les autres opérations entre entreprises apparentées.

La compilation des statistiques IDE permet au Luxembourg de respecter les obligations qui lui sont imposées par la BCE, la Commission européenne, le FMI et l'OCDE. Outre cette nécessité, les statistiques IDE présentent un intérêt majeur pour l'économie nationale. En effet, l'économie luxembourgeoise a eu recours à des investissements étrangers depuis le début de son industrialisation. Ce recours aux capitaux étrangers s'est confirmé lors de l'émergence de la place financière. Les IDE présentent donc un intérêt économique manifeste pour le pays hôte. En participant à la création de la valeur ajoutée, les entreprises d'investissement direct contribuent à la croissance économique, à la création et au maintien d'emplois. Les investisseurs étrangers y trouvent aussi leur compte, non seulement via les profits générés par les entreprises d'investissement direct, mais aussi via la diversification géographique qui permet de limiter les risques.

<sup>13</sup> Voir *Fonds monétaire international, Manuel de la balance des paiements, 5<sup>e</sup> édition*.

## Méthode de compilation des statistiques IDE du Luxembourg

La méthodologie de compilation des statistiques sur les IDE est différente, mais complémentaire, selon qu'il s'agit de flux ou de stocks. Les flux reprennent les opérations recensées, au cours d'une période donnée (mois, trimestre, année). Ils sont constitués de transactions individuelles réalisées au cours de la période de référence entre résidents et non-résidents. Les stocks IDE correspondent à des observations recensées à une date précise, généralement le 31 décembre de l'année civile. Au Luxembourg, les informations sur les flux IDE proviennent majoritairement de sources bancaires ou directement des sociétés concernées ainsi que du Recueil des sociétés et des associations (Mémorial C). Les transactions les plus importantes en terme de valeur, proviennent généralement du Mémorial C. La population prise en compte, lors de l'établissement de la balance des paiements (et donc des flux IDE), se compose de toutes les sociétés résidentes au Luxembourg.

Quant aux stocks IDE, ils se fondent sur une enquête annuelle et reflètent la situation observée en fin d'année. Afin d'évaluer les encours IDE, le STATEC effectue, avec la collaboration de la BCL pour le secteur bancaire, une enquête annuelle auprès des entreprises luxembourgeoises. Toutefois, l'enquête annuelle exclut les sociétés holdings et les sociétés de participations financières (soparfi). En raison de cette exclusion, la comparaison entre les statistiques sur les flux et sur les encours IDE induit un biais qui résulte de la définition divergente des populations sous-jacentes. Cette problématique est aggravée par l'importance des secteurs non enquêtés dans la compilation des flux IDE.

## Ventilation sectorielle des flux IDE du Luxembourg

Les données relatives aux flux IDE du Luxembourg sont compilées depuis l'année 2002. Avant cette date, seules sont disponibles les données relatives à l'Union économique belgo-luxembourgeoise (UEBL).

**Tableau 14 Ventilation sectorielle des flux d'investissements directs du Luxembourg (2002)** <sup>14) 15)</sup>  
(en milliards d'euros)

Secteur	Investissements directs à l'étranger			Investissements directs de l'étranger		
	Total	Opérations en capital	Prêts intragroupes	Total	Opérations en capital	Prêts intragroupes
Etablissements de crédit et OPC monétaires	0,9	0,8	0,1	0,2	0,3	0,0
Holdings financiers et autre intermédiation financière	-152,4	-115,1	-37,3	129,5	116,1	13,4
Autres secteurs	-10,3	-9,1	-1,2	2,0	2,7	-0,7
Bénéfices réinvestis (non répartis par secteurs)	-0,4			2,6		
<b>Total tous secteurs</b>	<b>-161,8</b>	<b>-123,4</b>	<b>-38,4</b>	<b>131,7</b>	<b>119,1</b>	<b>12,7</b>

Source: BCL, STATEC

La balance des paiements du Luxembourg a enregistré en 2002 des flux très importants au niveau de la composante des investissements directs. La ventilation par secteur économique des flux IDE fait apparaître que les entités à vocation spéciale, c'est-à-dire les sociétés holdings et les sociétés classées sous la catégorie «Autre

14 Le signe (-) indique une sortie nette de fonds.

15 Données provisoires.

intermédiation financière» – secteur qui comprend notamment les soparfis –, représentent plus de 80 % des flux IDE totaux.

Cette prépondérance des transactions des sociétés holdings et des autres sociétés financières (banques et assurances non comprises) dans les flux IDE totaux requiert la prudence dans les comparaisons des données du Luxembourg avec les autres pays au niveau international. En effet, pour la majorité des pays industrialisés, les mouvements à la hausse ou à la baisse des flux IDE constituent l'un des indicateurs de l'évolution de l'activité économique réelle et donc de l'attractivité internationale de ces économies. Par contre, pour le Luxembourg, ces flux résultent davantage de la stratégie purement financière de groupes multinationaux et se situent généralement en dehors des développements de l'activité économique réelle du pays. Dans cette perspective, le Luxembourg agit comme une plaque tournante de flux financiers et en particulier de flux d'investissements directs étrangers, ce qui gonfle considérablement les flux bruts d'entrées et de sorties, sans affecter à due concurrence les soldes nets.

#### **Typologie des transactions réalisées par les holdings financiers et les sociétés classées sous la catégorie «Autre intermédiation financière»**

Ces sociétés réalisent, à partir du Luxembourg, un large éventail de transactions. Il s'agit dans tous les cas de transactions «entrant-sortant».

A titre d'exemple, citons les transactions suivantes:

- Opérations sur capital social réalisées dans le cadre de restructurations de sociétés multinationales. Ce type d'opérations s'exécute souvent par le biais d'une augmentation de capital d'une société luxembourgeoise, souscrit par une entreprise non résidente du groupe. Le paiement est réalisé en nature par cession, en faveur de la société luxembourgeoise, des parts détenues par le souscripteur dans une autre société du groupe. La balance des paiements enregistre alors deux flux sous la rubrique IDE-opérations en capital, l'un entrant au Luxembourg, l'autre, de même montant, sortant du Luxembourg.
- Emissions de titres obligataires avec transmission, sous forme de prêts, aux membres du groupe des fonds collectés sur les marchés: la balance des paiements enregistre alors, d'une part, une entrée de fonds sous la rubrique des investissements de portefeuille (titres émis) et, d'autre part et pour le même montant, une sortie de fonds sous la rubrique IDE – prêts intra-groupe.
- Centres de trésorerie: une société luxembourgeoise centralise les fonds libres disponibles au niveau des différentes filiales d'un groupe. Ces fonds sont alors prêtés à d'autres sociétés du groupe ou investis sur les marchés financiers.

#### **Comparaison internationale des flux IDE du Luxembourg**

En terme de comparaison internationale, d'après une étude de l'OCDE<sup>16</sup>, le Luxembourg serait le premier investisseur à l'étranger (avec 25 % du total des transactions enregistrées par l'OCDE) et le principal bénéficiaire de transactions IDE (de même avec 25 % des flux totaux). De même, en comparaison avec le PIB de l'année 2002, les sorties nettes d'investissement direct représentent plus de 100 % du PIB du Luxembourg, alors que pour les autres pays, les soldes nets dépassent rarement les 10 %. Les sorties nettes d'investissement direct sont compensées, principalement pour le compte financier, par les entrées nettes d'investissement de portefeuille. Il est indéniable que la position importante occupée par le Luxembourg dans les flux IDE ne correspond pas à l'importance de l'activité économique du pays, comparée aux autres pays de l'OCDE. Cette position prépondérante s'explique essentiellement par l'activité du centre financier localisé au Luxembourg et par le volume important des transactions financières (telles que décrites ci-avant) réalisées pour le compte de groupes internationaux. Abstraction faite de ces dernières transactions, le Luxembourg fait état de flux largement inférieurs, comparés par exemple à ceux de la Belgique.

<sup>16</sup> OECD, *Trends and recent developments in Foreign Direct Investment*, June 2003.

Tableau 15 *Comparaison internationale des flux IDE* <sup>17</sup>

(en milliards d'euros)

	à l'étranger 2002	de l'étranger 2002	Solde 2002
LU	-161,8	131,7	-30,0
US	-123,5	30,1	-93,4
FR	-62,6	48,2	-14,4
UK	-39,7	25,0	-14,7
JP	-32,3	9,3	-23,0
CA	-27,9	21,4	-6,5
NL	-26,3	29,2	2,9
DE	-24,6	38,1	13,5
SP	-18,5	21,2	2,7
Italy	-17,1	14,6	-2,5
BE	-13,3	18,3	5,0
<b>Total OECD</b>	<b>-606</b>	<b>491</b>	<b>-115,8</b>

Sources: OCDE, BCL

#### 1.2.9.2 Compte financier

Au premier trimestre de l'année 2003, le compte des opérations financières s'est soldé par des entrées nettes de 2,2 milliards d'euros contre des sorties nettes de 0,3 milliard d'euros pour le même trimestre de l'année passée.

Les sorties nettes d'investissements directs ont atteint 1,8 milliard d'euros au premier trimestre 2003 et ont porté à la fois sur des prises de participations à l'étranger et sur des prêts accordés à des sociétés affiliées non-résidentes.

Pour les investissements de portefeuille, les sorties nettes se sont établies à près de dix milliards d'euros au premier trimestre de cette année. Du côté des avoirs, les résidents ont vendu des titres de participation pour 10,4 milliards d'euros, tout en augmentant leurs placements en obligations à concurrence de 23,3 milliards d'euros. Cette préférence marquée pour les titres de dette est liée aux marchés boursiers internationaux qui ont enregistré une baisse significative jusqu'à la mi-mars 2003. Du côté des engagements, les placements

des non-résidents en titres luxembourgeois ont rapporté 3,2 milliards d'euros pour les titres de participation (parts d'OPC essentiellement) et 2,4 milliards d'euros pour les titres de dette. La tendance s'est donc nettement inversée puisque les investissements de portefeuille se sont soldés par des sorties nettes de 9,8 milliards d'euros au premier trimestre 2003 contre des entrées substantielles de 33,4 milliards d'euros au même trimestre de l'année passée. Une grande partie des entrées enregistrées l'an dernier était toutefois liée aux émissions des parts d'OPC et la partie restante provenait des remboursements de titres de dette émis par les non-résidents.

Pour la rubrique «**autres investissements**», les entrées nettes de capitaux se sont établies à 11,9 milliards d'euros au premier trimestre 2003 contre des sorties nettes de 22,5 milliards d'euros l'an passé. Les entrées enregistrées au premier trimestre de cette année résultent en grande partie de la hausse des engagements, combinée à la baisse des avoirs à court terme des institutions financières et monétaires luxembourgeoises.

<sup>17</sup> Valeurs estimées

Tableau 16 *Balance des paiements du Luxembourg*

(en millions d'euros)

	1 <sup>er</sup> trim. 2002			1 <sup>er</sup> trim. 2003 <sup>1)</sup>		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT <sup>1)</sup></b>	<b>22 655</b>	<b>21 541</b>	<b>1 113</b>	<b>20 071</b>	<b>19 051</b>	<b>1 020</b>
Marchandises	2 752	2 889	-136	2 744	3 219	-475
Services	5 721	3 586	2 135	5 230	3 238	1 992
Revenus	13 453	14 080	-627	11 001	11 713	-712
Transferts courants	729	987	-258	1 095	881	214
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>29</b>	<b>51</b>	<b>-21</b>	<b>16</b>	<b>57</b>	<b>-41</b>
	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>
<b>COMPTE FINANCIER <sup>2)</sup></b>			<b>-316</b>			<b>2 154</b>
<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS <sup>3)</sup></b>	<b>-45 446</b>	<b>34 194</b>	<b>-11 252</b>	<b>-16 825</b>	<b>15 017</b>	<b>-1 808</b>
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-25 672	22 366	-3 306	-10 897	10 161	-736
Autres opérations, Prêts intragroupes	-19 774	11 828	-7 946	-5 928	4 856	-1 072
<b>INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE</b>	<b>847</b>	<b>32 538</b>	<b>33 385</b>	<b>-15 462</b>	<b>5 615</b>	<b>-9 846</b>
Titres de participation	-3 515	25 831	22 316	10 435	3 198	13 633
Titres de créance	4 362	6 707	11 069	-25 897	2 418	-23 479
<b>PRODUITS FINANCIERS DERIVES</b>			<b>104</b>			<b>1 933</b>
Autres investissements	-4 103	-18 421	-22 525	4 167	7 706	11 874
<b>AVOIRS DE RESERVE</b>			<b>-29</b>			<b>1</b>
<b>Erreurs et omissions</b>			<b>-776</b>			<b>-3 133</b>

Sources: BCL, STATEC

1) Chiffres provisoires

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

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

### 1.2.10 Les finances publiques

Le gouvernement a présenté le 31 juillet dernier les grandes lignes du projet de budget 2004. Le budget se solderait par un déficit de 88 millions d'euros en 2004 du fait, notamment, d'un recul des recettes courantes.

Il en résulterait une diminution sensible de l'excédent courant, qui passerait de près de 800 millions d'euros en 2003 à 359 millions en 2004. Cette détérioration serait cependant atténuée par une très nette progression des recettes en capital et par un fléchissement de 18,5 % des dépenses en capital.

**Tableau 17 Aperçu du projet de budget 2004 de l'Etat central**

(En millions d'euros, sauf mention contraire)

	Budget définitif 2002	Budget définitif 2003	Projet de budget 2004	Croissance nominale <sup>18</sup>
<b>Recettes</b>	<b>5977,2</b>	<b>6349,7</b>	<b>6390,1</b>	<b>+0,6 %</b>
Recettes courantes	5935,2	6305,3	6161,8	-2,3 %
Recettes en capital	42,0	44,4	228,3	+414,2 %
<b>Dépenses</b>	<b>6002,5</b>	<b>6349,3</b>	<b>6477,9</b>	<b>+2,0 %</b>
Dépenses courantes	5149,5	5521,4	5802,8	+5,1 %
Dépenses en capital	853,0	827,9	675,1	-18,5 %
<b>Solde</b>	<b>-25,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-87,8</b>	.
dont solde courant	785,7	783,9	359,0	.
dont solde en capital	-811,0	-783,5	-446,8	.

Source: communiqué du gouvernement, 31 juillet 2003

Le projet de budget 2004 est atypique à divers égards. Ainsi, les recettes totales ne progresseraient que de 0,6 % par rapport au budget définitif de 2003, ce qui constitue une nette décélération par rapport aux évolutions observées au cours des années antérieures. Les recettes courantes se réduiraient à concurrence de quelque 2,3 %, en dépit d'une croissance réelle du PIB plus soutenue qu'au cours de la période 2001-2003. Selon le gouvernement, la croissance économique se situerait en effet entre 2,5 et 3 % en 2004. La diminution des recettes courantes serait essentiellement imputable à l'évolution des recettes perçues au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités, dont le montant passerait de 1 400 millions d'euros en 2003<sup>19</sup> à 1 115 millions en 2004.

Une diminution sensible du produit de l'impôt sur le revenu des collectivités était prévisible. La collecte de cet impôt s'est nettement accélérée en 2002 et en 2003, de sorte que les soldes d'impôt liés aux années antérieures ont représenté environ la moitié des impôts directs payés par les sociétés au cours de ces deux années. Une telle configuration ne pouvait assurément perdurer. De surcroît, l'impôt sur le revenu des collectivités devait tôt ou tard subir l'impact de la diminution des bénéfices imposables des sociétés et l'incidence de

l'ambitieuse réforme fiscale mise en œuvre en 2002. Comme l'illustre le graphique ci-joint, le produit des impôts directs dont les sociétés sont redevables<sup>20</sup> a bon an mal an oscillé autour de 7 % du PIB de 1990 à 2001, période au cours de laquelle il n'a jamais excédé 8 % du PIB. Compte tenu de la diminution de l'excédent brut d'exploitation survenue en 2001 et en 2002 ainsi que de l'abaissement des taux d'imposition qui a résulté de la mise en œuvre de la réforme fiscale, le montant des impôts directs collectés auprès des sociétés aurait dû s'établir à un peu plus de 5 % du PIB en 2002. Or ce montant a atteint quelque 8,6 % du PIB. L'écart, dont l'ampleur dépasse 3 % du PIB, est principalement le reflet du paiement, en 2002, de soldes d'impôts relatifs aux années fiscales antérieures. En toute logique et pour autant que le ratio des bénéfices imposables au PIB demeure stable à moyen terme, les recettes effectives devraient converger vers un niveau de 5 % ou 6 %. Le processus de résorption va vraisemblablement s'amorcer en 2004. Il devrait se poursuivre en 2005 et au cours des années ultérieures, à un rythme qui, s'il est difficile à appréhender ex ante, n'en sera pas moins déterminant pour l'équilibre des finances publiques luxembourgeoises.

<sup>18</sup> Croissance par rapport au budget définitif de 2003.

<sup>19</sup> Montant inscrit au budget définitif de 2003.

<sup>20</sup> Le graphique est basé sur des données SEC 95 compilées par le STATEC. Elles regroupent pour l'essentiel l'impôt sur le revenu des collectivités et l'impôt commercial communal.

### GRAPHIQUE 36

#### EVOLUTION DU PRODUIT DES IMPÔTS DIRECTS À CHARGE DES SOCIÉTÉS

(en pourcentages du PIB)



Sources: STATEC, Ministère des finances, calculs BCL.

Note: Les recettes effectives se rapportent aux impôts directs à charge des sociétés, à savoir l'impôt sur le revenu des collectivités, l'impôt commercial communal et l'impôt de solidarité sur le revenu des collectivités. Les recettes «théoriques» résultent de la multiplication du taux d'imposition par la base imposable. Cette dernière est estimée à partir de l'excédent brut d'exploitation – qui inclut le revenu mixte. Dans le calcul du taux d'imposition, il a été tenu compte du taux de l'impôt sur le revenu des collectivités, qui a été abaissé de 30 à 22 % en 2002, du taux de l'impôt commercial communal – qui est égal à 7,5 % sur la base d'un taux communal de 250 % – et du taux de l'impôt de solidarité. Le taux d'imposition global défini de la sorte a atteint 37,45 % en 2001 et 30,38 % en 2002. L'écart entre les recettes effectives et théoriques est principalement dû aux importants décalages temporels dans la perception des impôts. Ainsi, cette différence devient négative lorsque les soldes d'impôts relatifs aux années antérieures excèdent leur niveau d'étiage. Elle tend normalement à se résorber sur un horizon de moyen terme.

A l'inverse des recettes courantes, les recettes en capital connaîtraient une nette progression en 2004, passant de 44 millions d'euros dans le budget définitif de 2003 à 228 millions au projet de budget 2004. Cette évolution ne revêt cependant aucun caractère structurel, car elle résulte essentiellement de l'affectation aux recettes en capital de l'Etat d'une partie de l'emprunt de 200 millions que le gouvernement se propose de

contracter en 2004. Ce mode d'enregistrement est usuel en comptabilité budgétaire luxembourgeoise. En pure logique économique cependant, le produit d'un emprunt ne peut être assimilé à une recette au sens strict du terme. Le système européen de comptes SEC 95, sur la base duquel s'opère la surveillance budgétaire multilatérale au niveau européen, n'admet pas davantage cette pratique. En d'autres termes, le déficit budgétaire de l'Etat central dans l'acception économique et statistique du terme est supérieur à l'impasse budgétaire de 88 millions annoncée dans le communiqué du 31 juillet.

Sur le versant des recettes, le gouvernement a également annoncé une hausse du prix de l'essence à concurrence de 7 cents par litre en 2004.<sup>21</sup> Le produit de cette mesure serait affecté au fonds pour l'emploi, dont les dépenses ont augmenté de façon soutenue du fait de l'accroissement du chômage.

Une autre caractéristique saillante du projet de budget 2004 est une hausse de l'ensemble des dépenses limitée à 2 %, ce qui est nettement inférieur aux taux observés au cours des années précédentes. Cependant, cette maîtrise apparente est dans une large mesure imputable aux seules dépenses en capital. Les dépenses courantes s'accroîtraient quant à elles de plus de 5 %. Ce taux a pu être limité du fait d'un arrêt temporaire des recrutements auprès de l'Etat, sauf dans la police et dans l'enseignement. Deux autres facteurs, qui relèvent de l'environnement économique davantage que de mesures discrétionnaires, ont également contribué à modérer la croissance des dépenses courantes. D'une part, la prochaine tranche indiciaire ne devrait pas être franchie avant 2005, ce qui devrait tempérer la hausse de la rémunération des agents de l'Etat.<sup>22</sup> D'autre part, cette même absence d'indexation ainsi que la décélération de la progression de l'emploi devraient ralentir la croissance des transferts de l'Etat central à la sécurité sociale. Ce dernier impact pourrait être assez significatif car comme l'atteste le graphique ci-dessous, les transferts à la sécurité sociale dont l'évolution est directement liée à la masse salariale représentent plus d'un cinquième de l'ensemble des dépenses de l'Etat. En l'absence de ces deux facteurs d'environnement, la croissance des dépenses courantes

<sup>21</sup> Cette hausse sera neutralisée en ce qui concerne le calcul de l'indice lié à l'échelle des salaires.

<sup>22</sup> La croissance des salaires imputable à l'indexation ne devrait se monter qu'à 1,4 % en 2004, au lieu de 2,1 % l'année précédente. Cette progression d'1,4 % s'explique par l'effet en année pleine de l'indexation survenue en août 2003.

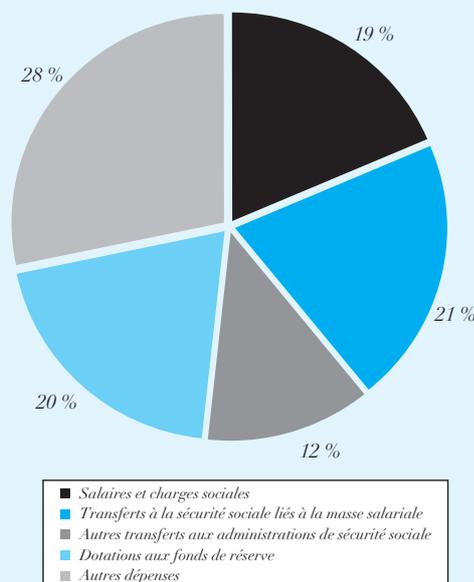
aurait vraisemblablement été légèrement supérieure à 6 %. Un tel rythme de progression excéderait nettement la croissance du PIB nominal.

La décre à 2 % de la hausse des dépenses totales de l'Etat repose essentiellement sur les dépenses de capital. Le recul de ces dernières pourrait avoir été accentué par un net ralentissement, voire même une diminution, des dotations aux fonds spéciaux.<sup>23</sup> Une telle évolution ne constituerait nullement un ajustement structurel des dépenses, car elle reviendrait à transférer aux fonds une partie du déficit de l'Etat central. De plus, cet ajustement comptable ne contribuerait pas à améliorer les comptes de l'Etat central élaborés selon la méthodologie SEC 95. A l'inverse de la présentation officielle du budget, cette méthodologie appréhende en effet l'Etat central stricto sensu et les fonds spéciaux de façon conjointe, en tant qu'entité consolidée. En conséquence, la croissance des dépenses calculée selon l'optique SEC 95 dépend de la progression des dépenses effectives des fonds, et nullement de l'évolution des dotations de l'Etat à ces mêmes fonds.

**GRAPHIQUE 37**

**COMPOSITION DES DÉPENSES DE L'ÉTAT CENTRAL**

(en pourcentages des dépenses totales)



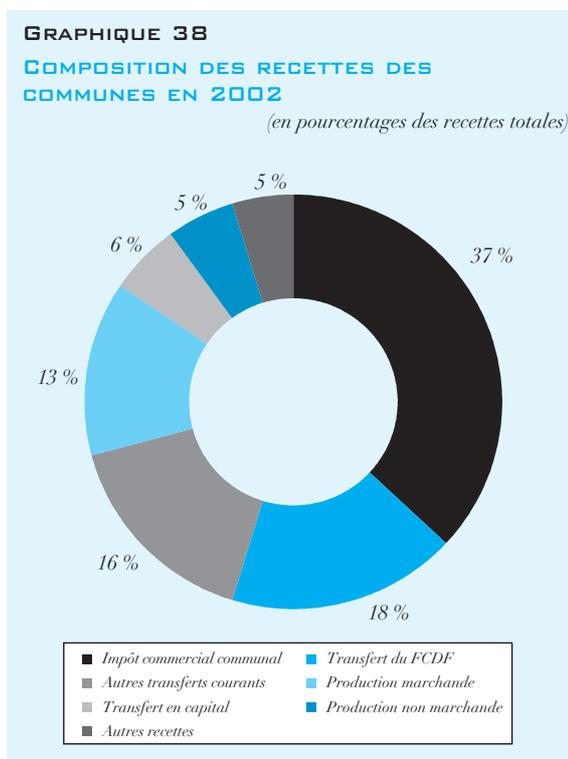
Sources: *Projet de budget 2003, IGSS, UCM*

Au total, le déficit budgétaire effectif de l'Etat central élaboré selon la méthodologie SEC 95 devrait être nettement supérieur à 88 millions d'euros. Cette situation est d'autant plus préoccupante que les autres entités des pouvoirs publics tendent également à s'éloigner d'une position d'équilibre. D'une part, la sécurité sociale a vu son traditionnel excédent se réduire fortement en 2002. Cette diminution devrait se poursuivre en 2003 et au cours des années ultérieures. Le régime de pensions est confronté à un rythme élevé d'accroissement des dépenses, du fait de l'augmentation continue du nombre de pensionnés, de l'indexation des prestations, de l'alignement des pensions sur la croissance réelle des salaires ainsi que de l'incidence des mesures décidées lors du «Rentendösch». Ce taux de croissance élevé nécessite une augmentation significative et continue de la masse salariale, dont dépendent les cotisations sociales du régime général de pensions. Cette condition ne peut être respectée que dans un contexte de croissance économique soutenue. Le

<sup>23</sup> La diminution de ces dotations pourrait être compensée par l'attribution d'une partie de l'emprunt précité de 200 millions aux fonds du rail et des routes.

système d'assurance maladie est confronté au même phénomène sur le versant des recettes. Il s'y ajoute une certaine dérive des dépenses, dont le rythme moyen d'augmentation a dépassé 8,5 %, en termes nominaux, au cours de la période 1985-2001 et a atteint quelque 10 % en 2002.<sup>24</sup>

La situation budgétaire des communes pourrait également connaître une détérioration significative dès 2004. Comme l'indique le graphique ci-joint, l'impôt commercial communal représente près de 37 % des recettes totales des communes. Or les recettes de cet impôt évoluent parallèlement à celles de l'impôt sur le revenu des collectivités, dont le produit devrait très sensiblement diminuer en 2004. Si les recettes de l'impôt commercial communal tendaient à se réduire de 20 % en 2004, à l'instar du produit de l'impôt sur le revenu des collectivités, il en résulterait à dépenses inchangées une détérioration du solde budgétaire des communes à concurrence de 110 millions d'euros, ce qui équivaut à 0,5 % du PIB.



Sources: STATEC, budget définitif de 2002

En outre, la diminution des recettes collectées par l'Etat central pourrait affecter les communes par un autre biais, à savoir le transfert en provenance du fonds communal de dotation financière (FCDF). Ce dernier transfert dépend quasi intégralement du rendement de trois impôts collectés par l'Etat.<sup>25</sup> Une diminution du produit de ces impôts pourrait donc occasionner un manque à gagner supplémentaire pour les communes.

En synthèse, l'évolution prévisible des soldes budgétaires de l'Etat central, de la sécurité sociale et des communes paraît assez défavorable. De ce fait, les administrations publiques considérées dans leur ensemble devraient enregistrer un déficit significatif en 2004 et au cours des années suivantes. Cette évolution s'inscrit certes dans un contexte caractérisé par une dette publique extrêmement basse et par l'existence d'importantes réserves budgétaires. Cependant, la

<sup>24</sup> Source: décompte annuel global des recettes et des dépenses de l'assurance maladie-maternité de l'exercice 2002, UCM, juillet 2003.

<sup>25</sup> L'alimentation du FCDF s'opère en vertu de la loi modifiée du 22 décembre 1987. La dotation au fonds est définie par un montant forfaitaire fixe ainsi que par trois quotes-parts de 18, 10 et 20 % du produit de trois impôts, à savoir (i) l'impôt sur le revenu des personnes physiques fixé par voie d'assiette et l'impôt retenu sur les traitements et salaires; (ii) la taxe sur la valeur ajoutée et (iii) la taxe sur les véhicules automoteurs.

pérennité de cette situation patrimoniale favorable ne pourra être assurée si les administrations publiques luxembourgeoises ne mettent pas en œuvre une véritable politique d'encadrement de la progression des dépenses, basée sur des mesures récurrentes.

L'instauration d'un prélèvement à la source sur les revenus d'intérêts des non-résidents, qui devrait normalement s'opérer en 2005 en vertu d'une récente directive européenne,<sup>26</sup> n'est a priori guère de nature à infirmer ce constat. Bien que non négligeable, le rendement de ce nouveau prélèvement ne devrait pas modifier fondamentalement la situation budgétaire de l'Etat, en raison de diverses dispositions de la directive. Ainsi, les prestations d'assurance et de fonds de pension ne relèvent pas de son champ d'application, tandis que certains fonds de placements mixtes et les titres de créance négociables dont l'émission d'origine est antérieure au premier mars 2001 bénéficieront d'un traitement privilégié. Par ailleurs, seuls les bénéficiaires qui ont la qualité de personnes physiques sont concernés par la directive. En outre, l'Etat luxembourgeois n'engrangerait le prélèvement à la source que lorsque l'agent payeur sera établi au Luxembourg. Or les revenus qui émanent des OPC luxembourgeois sont le plus souvent payés par une entité établie à l'étranger. Le rendement fiscal des nouvelles mesures pourrait également être amoindri par la possibilité qu'auront les non-résidents d'exiger de leur intermédiaire financier luxembourgeois la transmission d'informations aux autorités fiscales de leur pays d'origine,<sup>27</sup> ce qui leur permettra d'éviter le paiement du prélèvement à la source. Ce comportement pourrait devenir plus fréquent à partir de 2011, lorsque le prélèvement atteindra 35 %. Enfin, l'Etat luxembourgeois devra verser la majeure partie des prélèvements – à savoir 75 % – aux autorités du pays où

le bénéficiaire des revenus d'intérêts a sa résidence principale. Il convient en outre de noter que l'instauration d'un prélèvement à la source pourrait occasionner une certaine déperdition d'activité économique, qui exercerait à son tour un impact négatif sur les recettes fiscales générées par la place financière luxembourgeoise. Cette déperdition pourrait d'ailleurs être accentuée par l'adoption, par d'autres Etats de l'Union européenne, de mesures d'amnistie fiscale.

A l'occasion du discours sur la situation économique, sociale et financière du pays, prononcé le 20 mai dernier, le Premier Ministre a évoqué l'instauration d'un prélèvement à la source de 10 % sur les revenus de l'épargne des résidents, en 2005 ou en 2006. Le rendement fiscal prévisible de cette mesure est difficile à estimer à ce stade, faute d'informations suffisamment précises sur ses modalités d'application. A priori, ce rendement devrait être plus significatif que les recettes additionnelles générées par la mise en œuvre de la directive sur la fiscalité des revenus de l'épargne. Il convient cependant de tenir compte du fait qu'un prélèvement libératoire sur les revenus de l'épargne viendrait se substituer à des impôts existants, à savoir la partie de l'impôt sur les traitements et salaires qui découle des revenus mobiliers, et le prélèvement à la source sur les dividendes versés par les sociétés résidentes qui n'ont pas le statut de holding de 1929 ou d'OPCVM. Par ailleurs, la mesure pourrait s'accompagner d'une suppression de l'impôt sur la fortune dont sont redevables les particuliers. Enfin, les recettes associées au nouveau prélèvement seront négativement affectées par le doublement annoncé des tranches de revenus exonérées d'impôts, qui passeraient à 3000 euros par an pour un isolé et à 6000 euros en cas d'imposition collective.

26 Directive 2003/48/CE du Conseil du 3 juin 2003 en matière de fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts, Journal officiel de l'Union européenne, 26 juin 2003. Le taux du prélèvement devrait atteindre 15 % des revenus d'intérêts en 2005, 20 % en 2008 et 35 % en 2011.

27 Alternativement, les non-résidents pourront éviter le paiement du prélèvement à la source en remettant à leur intermédiaire financier luxembourgeois un certificat obtenu auprès de leur autorité fiscale de résidence.