



I

LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

I LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1	La situation économique au niveau international	18
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	18
1.1.2	Les rendements des titres publics à long terme	19
1.1.3	Les marchés boursiers	19
1.1.4	Les taux de change	21
1.1.5	L'évolution des prix et des coûts	21
	1.1.5.1 Les prix à la consommation	21
1.1.6	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	23
1.1.7	Le commerce extérieur	24
1.1.8	La balance des paiements	25
	1.1.8.1 Le compte des transactions courantes	25
	1.1.8.2 Le compte financier	26
1.2	La situation économique au Luxembourg	26
1.2.1	Les prix et les coûts	26
	1.2.1.1 Les prix à la consommation	26
	1.2.1.2 Les prix à la production industrielle	35
	1.2.1.3 Les prix à la construction	36
1.2.2	Les activités sectorielles	39
1.2.3	La croissance économique	42
1.2.4	Le secteur financier	47
	1.2.4.1 Les institutions financières monétaires	47
	1.2.4.2 Les établissements de crédit	47
	1.2.4.3 Les emplois dans le secteur financier	53
	1.2.4.4 L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	56
	1.2.4.5 Les organismes de placement collectif	60
1.2.5	Le marché du travail	61
	1.2.5.1 L'emploi	61
	1.2.5.2 Le chômage	66
1.2.6	Le commerce extérieur	67
1.2.7	La balance des paiements	69
	1.2.7.1 Compte courant	69
	1.2.7.2 Compte de capital	70
	1.2.7.3 Compte financier	71
1.2.8	Les investissements directs au Luxembourg	72
1.2.9	Les finances publiques	75
	1.2.9.1 L'orientation fondamentale de la politique budgétaire	75
	1.2.9.2 Les recettes	76
	1.2.9.3 Les dépenses	77
	1.2.9.4 Les capacités ou besoins de financement	80
1.2.10	L'activité boursière au Luxembourg	83

I

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 La situation économique au niveau international

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Après une année de *statu quo* des taux d'intérêt afférents aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a décidé, sur base des motivations mentionnées ci-dessous, un assouplissement monétaire de 50 points de base en date du 5 décembre 2002. Cette décision a été suivie en date du 6 mars 2003 par la décision d'une réduction supplémentaire de 25 points de base. Le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement (OPR) de l'Eurosystème s'élève depuis lors à 2,50%. Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt ont également été abaissés de 25 points de base pour s'établir à 3,50% et 1,50%.

TABLEAU 1 MODIFICATIONS SUR TAUX DÉCIDÉES PAR L'EUROSYSTÈME

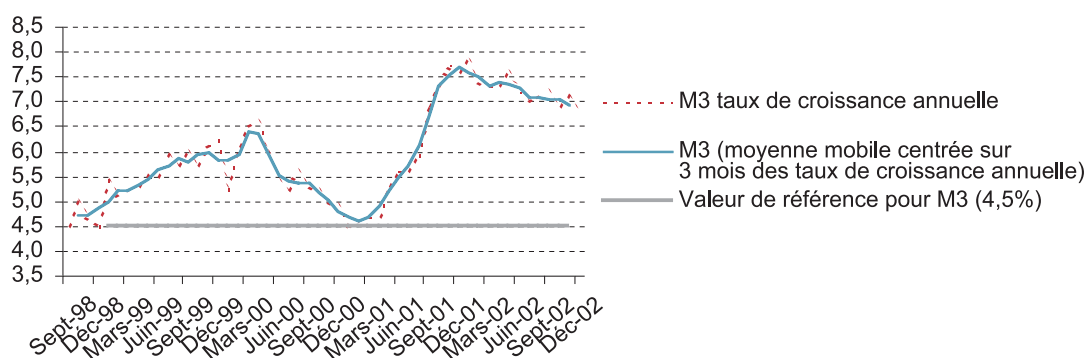
	Facilité de dépôt		OPR		Facilité de crédit marginal	
	Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
10/05/2001	3,50%	-0,25	4,50%	-0,25	5,50%	-0,25
30/08/2001	3,25%	-0,25	4,25%	-0,25	5,25%	-0,25
17/09/2001	2,75%	-0,50	3,75%	-0,50	4,75%	-0,50
08/11/2001	2,25%	-0,50	3,25%	-0,50	4,25%	-0,50
05/12/2002	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

Source : BCE

En ce qui concerne le premier pilier, le taux de croissance annuel de la masse monétaire M3 est resté à des niveaux élevés tout au long de l'année. Certes, le rythme de croissance a quelque peu décéléré au cours des derniers mois, mais il reste à des niveaux largement supérieurs à sa valeur de référence. En effet, la moyenne mobile des taux de croissance annuels des trois derniers mois de l'année (période allant d'octobre 2002 à décembre 2002) s'est établie à 6,9%.

Ce rythme soutenu s'explique principalement par des arbitrages de portefeuille en faveur d'actifs liquides opérés dans un contexte d'importantes incertitudes dans les marchés financiers. De plus, le faible niveau des taux d'intérêt à court terme a favorisé la croissance monétaire. Globalement, la liquidité disponible excède les besoins liés au financement d'une croissance durable et non inflationniste. Cependant, vu la faiblesse actuelle de l'activité économique et le degré élevé d'incertitude quant à la croissance future, cette situation ne devrait pas engendrer de tensions inflationnistes.

GRAPHIQUE 1 CROISSANCE DE M3 ZONE EURO (EN POURCENTAGE)



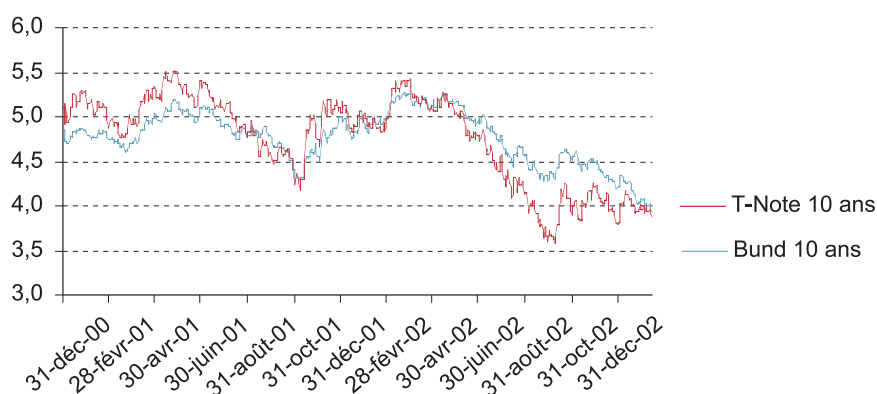
Source : BCE

Les informations récentes, relatives aux indicateurs contenus dans le second pilier, confirment la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro. La confiance des consommateurs reste terne et les principales institutions publiques et privées ont, depuis le printemps, revu à la baisse leurs prévisions de croissance du PIB pour 2002 et 2003. L'évolution économique dans la zone euro est entachée de fortes incertitudes qui sont en grande partie liées à l'atonie de l'économie mondiale, aux évolutions des marchés financiers et aux tensions géopolitiques. Ces facteurs pèsent notamment sur la consommation, l'investissement et le marché du travail dans la zone euro.

S'agissant de l'évolution des prix, la progression annuelle de l'IPCH est restée, malgré le ralentissement de l'économie, supérieure à 2% pendant la majeure partie de l'année 2002. Les tensions sur les prix ont principalement résulté d'effets de base liés aux prix de l'énergie et des produits alimentaires.

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

Pendant les premiers mois de l'année 2002, les taux à long terme ont peu varié sur fond de signaux contradictoires quant aux perspectives économiques internationales. Ensuite, en mars 2002, un mouvement haussier sensible s'est manifesté. Ce rebond est lié à l'arrêt du repli sur les valeurs refuges, suite aux attentats du 11 septembre 2001, ainsi qu'à un regain d'optimisme quant aux perspectives de l'activité économique. Néanmoins, de nouvelles tensions ont été provoquées par les incertitudes quant à la fiabilité des résultats publiés par de nombreuses entreprises américaines et aux pratiques comptables employées.

Depuis lors, les rendements obligataires publics à long terme se sont continuellement repliés, alors que les opérateurs de marché ont revu à la baisse leurs anticipations de croissance économique. Cette évolution résulte de la publication de données macro-économiques moins favorables que prévues, de l'intensification des turbulences sur les marchés boursiers et de la persistance des tensions géopolitiques.

A la mi-octobre, les marchés obligataires ont enregistré un bref rebond sur fond de bonne tenue des marchés boursiers. Or, ils ont rapidement été découragés par la publication d'une nouvelle vague de données macroéconomiques décevantes. La baisse des taux longs a persévéré au début de l'année 2003, suite à l'intensification des tensions politiques au Moyen-Orient.

1.1.3 Les marchés boursiers

Les marchés boursiers américains et européens ont reculé pour la troisième année consécutive : -23% en 2002 pour le S&P500 (après une baisse de 13% en 2001 et de 8% en 2000) et -35% pour les marchés européens mesurés par le Dow Jones Eurostoxx Broad (après une baisse de 21% en 2001 et de 6% en 2000).

En 2002, les cours des actions ont été globalement stables pendant les deux premiers mois de l'année.

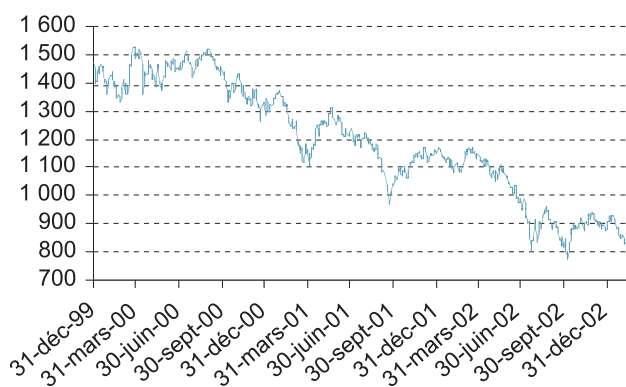
I

A la fin du mois de février, les marchés boursiers ont enregistré un bref sursaut suite à la publication d'une série d'indicateurs économiques supérieurs aux attentes. Ce rebond n'aura été que de courte durée et les bourses ont de nouveau fléchi à partir du début du deuxième trimestre.

Les inquiétudes relatives aux pratiques comptables, la publication de chiffres micro- et macroéconomiques inférieurs aux attentes ainsi que les incertitudes liées à l'évolution politique au Moyen-Orient ont nourri le pessimisme des opérateurs de marché. Néanmoins, la publication au mois d'octobre de quelques résultats d'entreprises meilleurs que prévu pour le troisième trimestre ainsi que les perspectives croissantes de détente de la politique monétaire ont déclenché une brève reprise.

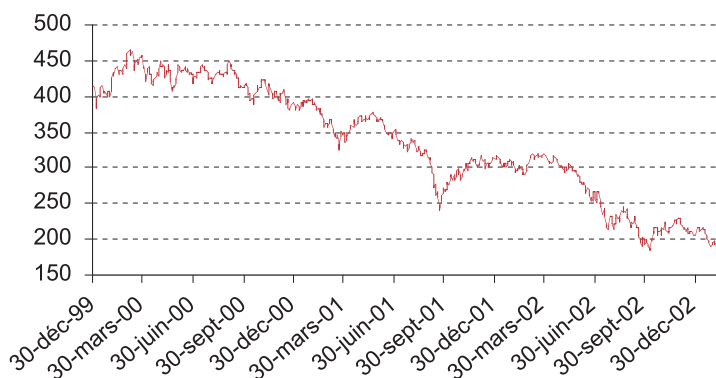
Les cours boursiers ont de nouveau reculé à partir de décembre, dans un contexte caractérisé par les tensions géopolitiques et les inquiétudes persistantes du marché quant aux perspectives économiques.

GRAPHIQUE 3 S&P500



Source : Bloomberg

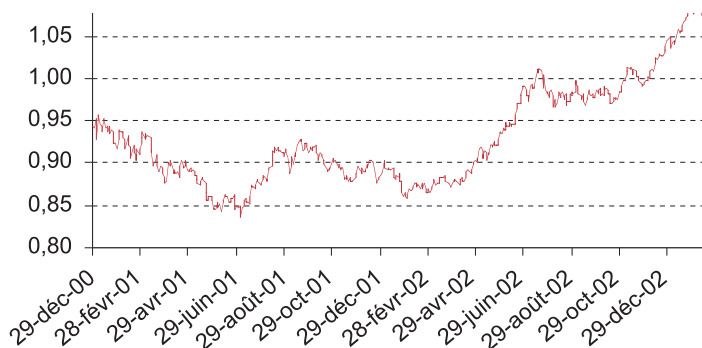
GRAPHIQUE 4 EUROSTOXX BROAD



Source : Bloomberg

1.1.4 Les taux de change

GRAPHIQUE 5 USD/EUR



Source : Bloomberg

En 2002, l'euro a enregistré sa première année de hausse face au dollar américain, regagnant 16 cents sur l'année, soit 18%.

Pendant les premiers mois de l'année 2002, le cours de l'euro évoluait dans une fourchette étroite en dessous des 90 cents. Ensuite, les marchés des changes ont enregistré un affaiblissement général du dollar dans un contexte d'inquiétudes quant aux résultats des entreprises américaines et quant à la capacité du gouvernement américain à maintenir sa politique du dollar fort. Celle-ci pèse notamment sur la compétitivité des exportations américaines et sur le déficit courant américain. De plus, les opérateurs ont pris conscience du fait que l'économie américaine pourrait croître à un rythme plus lent que ne l'avaient escompté les marchés financiers. Ces pressions sur le dollar ont été amplifiées par le recul continu des marchés boursiers.

Le taux de change EUR/USD est ensuite resté globalement stable entre les mois d'août et d'octobre avant de reprendre son mouvement haussier à la fin du mois d'octobre. Cette nouvelle appréciation de l'euro face au dollar a été déclenchée par la publication d'indicateurs économiques décevants aux Etats-Unis, en particulier la forte chute de l'indice de confiance des consommateurs. Finalement, début novembre le mouvement haussier de l'euro a été amplifié par les prises de décisions en matière de politique monétaire. En effet, la baisse de 50 points de base du taux directeur de la Fed en date du 6 novembre, contre 25 points anticipés par les marchés, a amplifié les inquiétudes des investisseurs quant à la santé de l'économie américaine.

Fin 2002 et début 2003, la montée des menaces d'un conflit militaire au Moyen-Orient a fortement pesé sur le billet vert et la monnaie européenne a profité d'un statut de valeur refuge par rapport au dollar.

Le 13 février 2003, 1 euro valait 1,08 dollar US contre 1,05 à la fin de l'année 2002 et 0,89 à la fin de l'année 2001.

1.1.5 L'évolution des prix et des coûts

1.1.5.1 Les prix à la consommation

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 2,2% en moyenne en 2002, soit une légère diminution par rapport au taux de 2,4% enregistré en 2001. Cette baisse s'explique essentiellement par un rythme de progression plus favorable au niveau des prix des composantes plus volatiles que sont les produits alimentaires non transformés et l'énergie. En revanche, le taux de croissance moyen de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie a augmenté, passant de 2% en 2001 à 2,5% en 2002, laissant suggérer que les tensions

inflationnistes d'origine interne sont devenues plus importantes.

L'évolution de l'IPCH global a été plutôt erratique en 2002, en raison essentiellement des mouvements à court terme des composantes les plus volatiles. Ainsi le taux global, après une forte augmentation en janvier 2002, s'est replié jusqu'en juin, remontant ensuite pour atteindre 2,3% en décembre 2002. La hausse importante de l'inflation globale, enregistrée en janvier 2002, s'explique par les effets conjugués de plusieurs facteurs, à savoir, les hausses des prix des produits alimentaires non transformés et des produits pétroliers, des effets de base défavorables, et le relèvement des impôts indirects sur le tabac dans certains pays de la zone euro. En janvier 2002, les tensions sur les prix des produits alimentaires non transformés étaient liées aux conditions météorologiques défavorables qui ont frappé la récolte de légumes et de fruits. Les prix des produits alimentaires non transformés ont, au cours des mois suivants, contribué dans une large mesure à la baisse du taux annuel de progression de l'IPCH, en raison de l'effacement graduel des effets liés aux conditions météorologiques. En outre, les pressions inflationnistes liées aux crises alimentaires (ESB et fièvre aphteuse) se sont atténuées davantage. Les prix de l'énergie ont également contribué à la baisse du taux annuel global au cours du premier semestre. Cependant, l'accélération du rythme de progression annuel des prix de l'énergie, liée à la fois à des effets de base et à la flambée des cours du pétrole, a été le principal facteur de la hausse de l'inflation au cours de la deuxième moitié de l'année 2002.

TABLEAU 2 ÉVOLUTION DE L'IPCH ET DE SES COMPOSANTES DANS LA ZONE EURO

	(variations annuelles en pourcentage)																				
	1999	2000	2001	2002	2001	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2003		
					oct	nov	déc	janv	fév	mars	avril	mai	juin	juil	août	sept	oct	nov	déc	janv	
ICPH global	1,1	2,1	2,4	2,2	2,4	2,2	2,0	2,6	2,5	2,5	2,3	2,0	1,8	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2	
dont																					
Biens	0,9	2,7	2,5	1,7	2,0	1,5	1,6	2,4	2,1	2,0	1,9	1,2	1,0	1,1	1,3	1,4	1,7	1,8	1,9	1,6	
Alimentation	0,6	1,4	4,5	3,1	5,0	4,5	4,5	5,6	4,8	4,2	3,6	2,7	2,3	2,2	2,4	2,4	2,3	2,4	2,2	1,4	
- Produits alimentaires non transformés	0,0	1,8	7,0	3,1	7,5	6,2	6,2	8,3	7,1	5,5	4,2	2,0	1,2	0,9	1,4	1,8	1,6	1,9	1,4	-0,6	
- Produits alimentaires transformés	0,9	1,2	2,8	3,1	3,4	3,4	3,4	3,8	3,4	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	2,9	2,7	2,6	2,7	2,8	
Produits manufacturés	1,0	3,1	1,2	0,9	0,4	0,0	0,1	0,8	0,7	0,9	1,1	0,5	0,3	0,6	0,8	0,9	1,5	1,5	1,7	1,8	
- Produits manufacturés hors énergie	0,7	0,5	0,9	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	1,2	1,3	1,2	1,2	1,2	0,6	
- Energie	2,4	13,1	2,5	-0,6	-2,9	-5,2	-4,8	-1,9	-2,9	-1,6	-0,6	-2,8	-3,6	-1,6	-0,4	-0,2	2,5	2,3	3,8	6,0	
Services	1,5	1,5	2,7	3,1	3,1	3,2	2,8	3,0	3,1	3,2	2,9	3,2	3,2	3,2	3,3	3,2	3,2	3,1	3,0	2,8	
ICPH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,1	1,1	2,0	2,5	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	2,0	

Source : EUROSTAT

A noter que le passage à l'euro fiduciaire a seulement eu un impact limité sur la progression globale de l'IPCH de la zone euro.

Le rythme annuel de l'IPCH est revenu à 2,2% en janvier 2003, après avoir atteint 2,3% le mois précédent. Ce léger recul est lié à des contributions moindres des prix des services, des biens industriels non énergétiques et des biens alimentaires non transformés. Par contre, le rythme de progression annuel des prix de l'énergie et des produits alimentaires transformés s'est accéléré en janvier 2003.

Les perspectives à court terme de l'évolution des prix à la consommation dépendent fondamentalement de l'évolution des cours du pétrole. Comme les marchés pétroliers sont soumis à une forte instabilité, les projections d'inflation à court terme sont entourées d'un degré d'incertitude remarquable. Au-delà du très court terme, l'incidence graduelle de l'appréciation de l'euro, conjuguée au rythme de progression modéré de l'activité économique, devrait avoir un impact baissier sur l'inflation. L'inflation devrait donc fléchir pour finalement se fixer à un niveau inférieur à 2% au courant du premier semestre

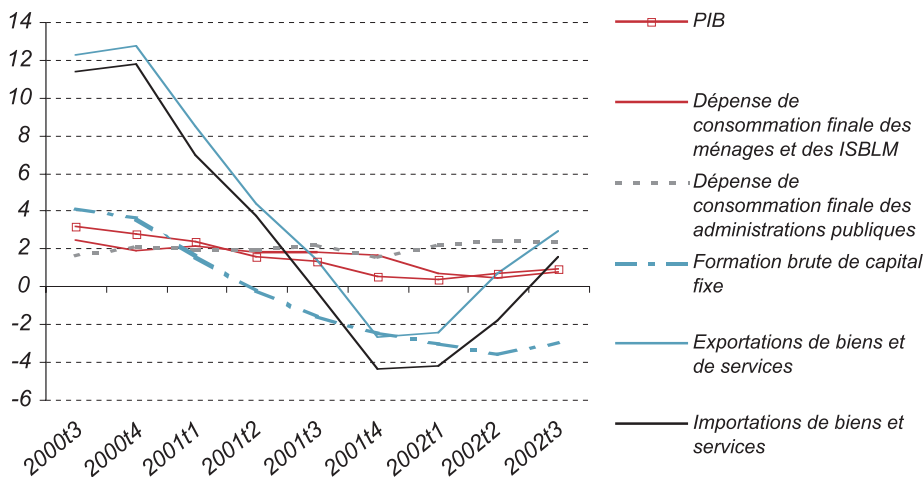
2003. Afin de cimenter cette tendance, il est nécessaire que les premiers signes de décélération de la hausse des salaires soient confirmés courant 2003.

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

L'atonie de la croissance économique au sein de la zone euro s'est poursuivie en 2002. La dernière estimation de la croissance du PIB de la zone euro disponible pour le troisième trimestre 2002 confirme ce scénario. Ce taux de croissance s'établirait à 0,3% en glissement trimestriel au troisième trimestre 2002 (après 0,4% au cours des deux trimestres précédents). Ceci correspond à un taux de croissance annuel de seulement 0,9% (après 1,3% l'année passée au cours de la même période).

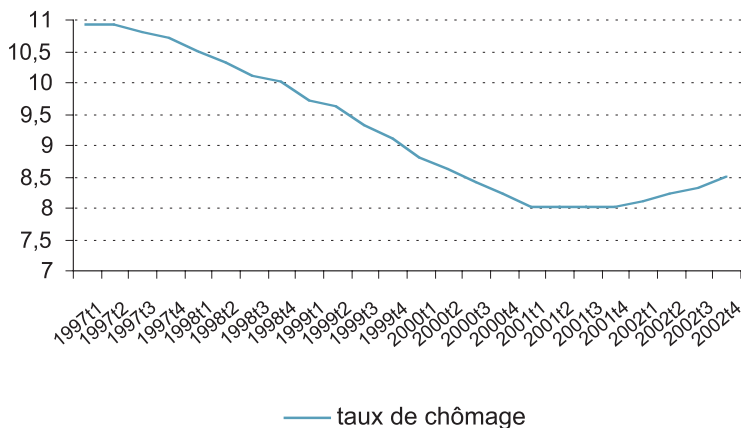
La contribution de la demande intérieure finale à la croissance du PIB (en glissement annuel) a augmenté au cours du troisième trimestre (0,3 point de pour cent après une contribution négative de 0,2 point de pour cent au cours des deux trimestres précédents). Ceci est en grande partie attribuable à l'augmentation de la contribution de la consommation finale des ménages et à l'augmentation de la contribution de la formation brute de capital fixe. La contribution du solde extérieur à la croissance du PIB a diminué au cours du dernier trimestre sous revue, en liaison avec la forte progression des importations qui a neutralisé l'augmentation des exportations.

GRAPHIQUE 6 ÉVOLUTION DU PIB ET DE SES COMPOSANTES (ZONE EURO, VARIATION ANNUELLE EN %)



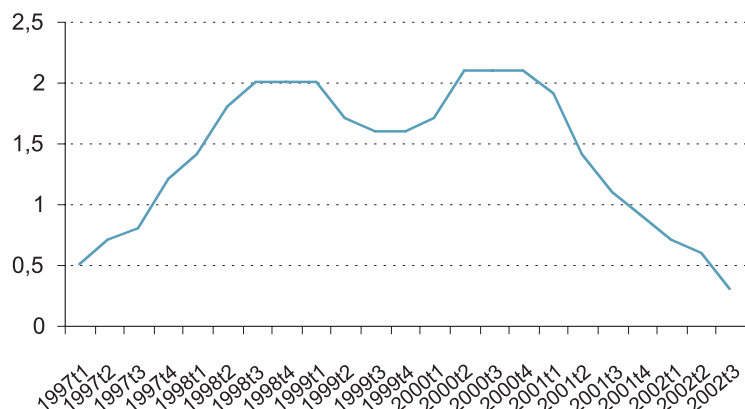
Source : EUROSTAT

GRAPHIQUE 7 ÉVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE DANS LA ZONE EURO (EN POURCENTAGE DE LA POPULATION ACTIVE - MOYENNE TRIMESTRIELLE)



Source : EUROSTAT

GRAPHIQUE 8 CROISSANCE DE L'EMPLOI DANS LA ZONE EURO (VARIATIONS TRIMESTRIELLES EN POURCENTAGE)



Source : EUROSTAT

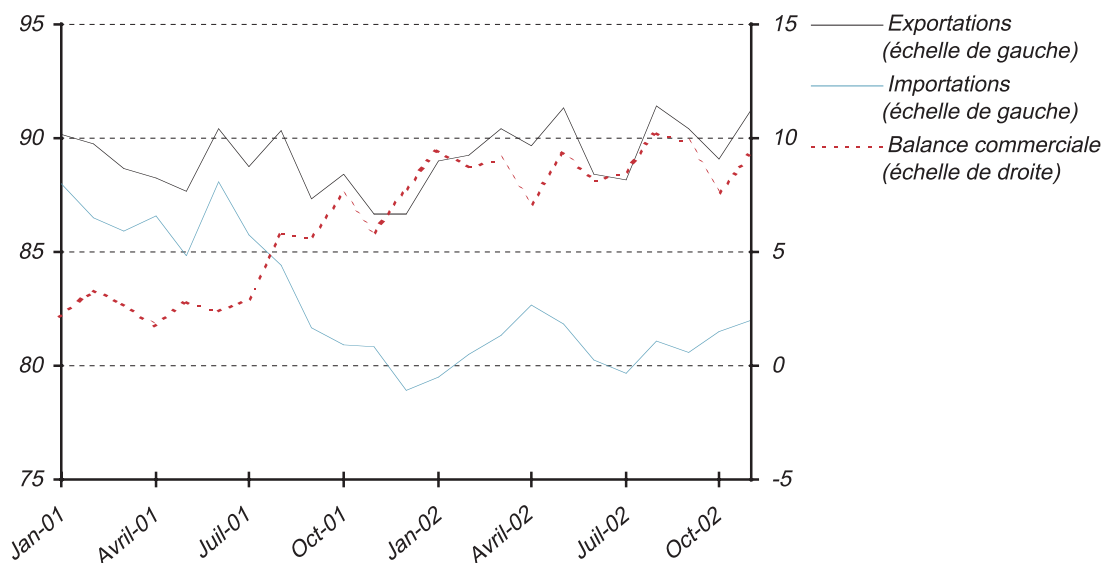
L'essoufflement de la conjoncture de la zone euro en 2002 a détérioré le marché du travail européen. Le taux de chômage a augmenté graduellement tout au long de l'année 2002, passant en moyenne annuelle de 8% en 2001 à 8,3% en 2002. Cette évolution constitue un retournement après la baisse soutenue du taux de chômage, enregistrée de mi-1997 jusqu'à la fin de l'année 2001. Ainsi, le nombre de chômeurs dans la zone euro en 2002 s'élève à 11,5 millions de personnes en moyenne (après 11 millions de personnes en moyenne en 2001).

1.1.7 Le commerce extérieur

L'excédent du commerce extérieur a atteint 95,2 milliards d'euros sur les onze premiers mois de l'année 2002 en comparaison à un excédent de 40,7 milliards d'euros sur la période correspondante de l'année 2001. Cette amélioration de l'excédent résulte de la baisse de 5% des importations et de la faible hausse des exportations (1%).

En données corrigées des variations saisonnières, les importations et les exportations ont atteint leur minimum au mois de décembre 2001. Au cours de l'année 2002, leurs niveaux se sont légèrement redressés et stabilisés.

GRAPHIQUE 9 COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO (EN MILLIARDS D'EUROS)



Source : EUROSTAT

La comparaison des données du commerce extérieur entre les onze premiers mois de l'année 2002 et la période correspondante de l'année 2001 montre des évolutions différentes selon les produits et les pays partenaires de la zone euro.

Les évolutions principales indiquent un accroissement des exportations de produits chimiques et une diminution des exportations de machines et matériel de transports. Les exportations avec les pays dont la croissance est restée soutenue en 2002 ont augmenté et notamment avec les pays candidats à l'adhésion à l'Union européenne, la Russie, la Chine, les pays membres de l'organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et le Royaume-Uni. Les baisses les plus significatives ont été constatées avec l'Amérique latine, la Suisse, le Japon et les pays membres de l'association des nations de l'Asie du sud-est (ANASE).

Les importations de machines et matériel de transport, de matières combustibles, d'articles manufacturés et de matières brutes ont significativement diminué. Seules les importations de produits chimiques ont augmenté. La baisse des importations est notable vis-à-vis de l'Amérique, de l'Afrique, du Japon, de l'OPEP, des pays membres de l'ANASE, et du Royaume-Uni. Le raffermissement de l'euro par rapport au dollar explique en partie cette diminution. A l'opposé, les importations en provenance de la Chine et des pays candidats à l'adhésion à l'Union européenne ont augmenté d'environ 5%.

L'impact sur l'excédent commercial de la zone euro s'est traduit par une amélioration des soldes pour tous les produits et vis-à-vis de l'ensemble de ses partenaires, à l'exception de l'Amérique latine et de la Suisse.

1.1.8 La balance des paiements

1.1.8.1 Le compte des transactions courantes

Pour les onze premiers mois de l'année 2002, le compte des transactions courantes de la zone euro a été excédentaire de 53,8 milliards d'euros, tandis que pour la période correspondante de l'année 2001 le déficit se chiffrait à 16 milliards d'euros. Cette évolution est la conséquence d'une amélioration générale des soldes du compte des transactions courantes. Toutefois, la progression de l'excédent des échanges de biens de 56,9 milliards d'euros et des échanges de services de 10,6 milliards explique la majeure partie de cette amélioration. Le déficit des revenus, qui s'est élevé à 37,3 milliards d'euros pour les onze premiers mois de l'année 2002, ne s'est réduit que de 0,5 milliard d'euros. L'amélioration du compte des transactions courantes s'explique notamment par l'appréciation du taux de change de l'euro et par la faiblesse de la demande interne, ces deux facteurs ayant un effet direct sur la valeur et le volume des importations.

GRAPHIQUE 10 SOLDE DU COMPTE COURANT DE LA ZONE EURO (CVS)



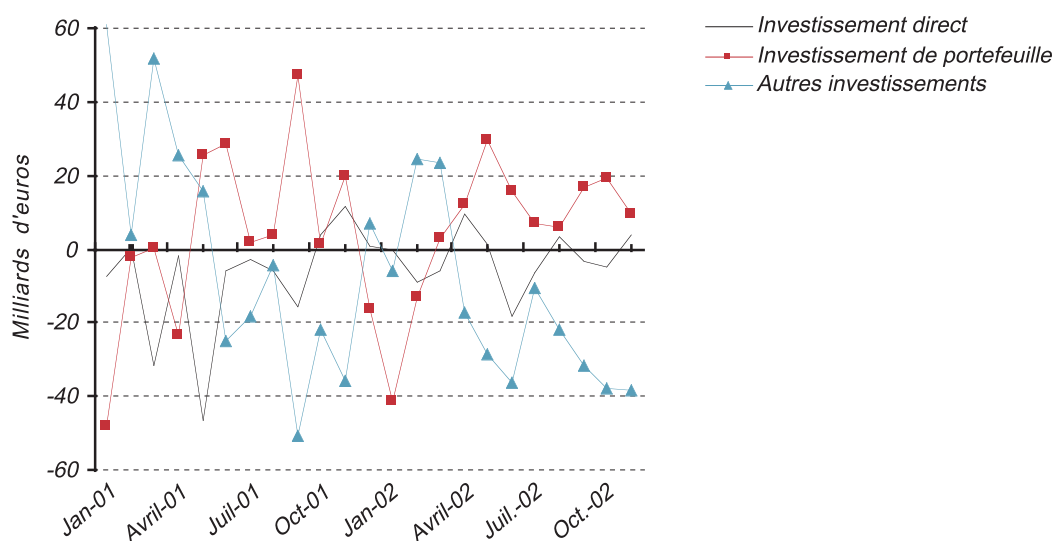
Source : BCE

1.1.8.2 Le compte financier

Pour les onze premiers mois de l'année 2002, les sorties nettes d'investissements directs (investissements directs nets à l'étranger moins investissements directs nets dans la zone euro) se sont chiffrés à 30,7 milliards d'euros, contre des sorties nettes de 102,3 milliards sur la période correspondante de l'année 2001. Entre ces deux périodes, la zone euro a enregistré une légère augmentation des entrées nettes au titre des prêts intra-groupe tandis que les sorties nettes au titre des prêts intra-groupe à l'étranger ont diminué de moitié. Les investissements directs en capital ont quant à eux baissé de plus de 20% aussi bien vers l'étranger que dans la zone euro.

Sur la même période, les entrées nettes d'investissement de portefeuille se sont élevées à 64,4 milliards d'euros contre 54 milliards pour la période correspondante de 2001. Cependant, cette faible évolution est le résultat de changements importants dans le comportement des investisseurs qui reflètent les incertitudes sur l'avenir économique et géopolitique dans le monde. Ces derniers optent pour des placements moins risqués que les actions en privilégiant notamment les titres à court terme. En effet, les résidents ont fortement diminué leurs investissements en actions et en obligations étrangères en faveur d'investissements en titres du marché monétaire. De plus, du mois d'août au mois de novembre 2002, les résidents ont désinvesti en actions étrangères. Ce phénomène n'est apparu qu'une seule fois depuis le début de l'année 1999 et cela au mois de septembre 2001 en raison des attentats aux Etats-Unis. De même, les étrangers ont fortement réduit leurs investissements en actions de la zone euro. Les investissements des étrangers en obligations de la zone euro ont légèrement diminué et ceux en titres du marché monétaire de la zone euro ont fortement augmenté.

GRAPHIQUE 11 SOLDE DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO



Source : BCE

Un solde 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 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

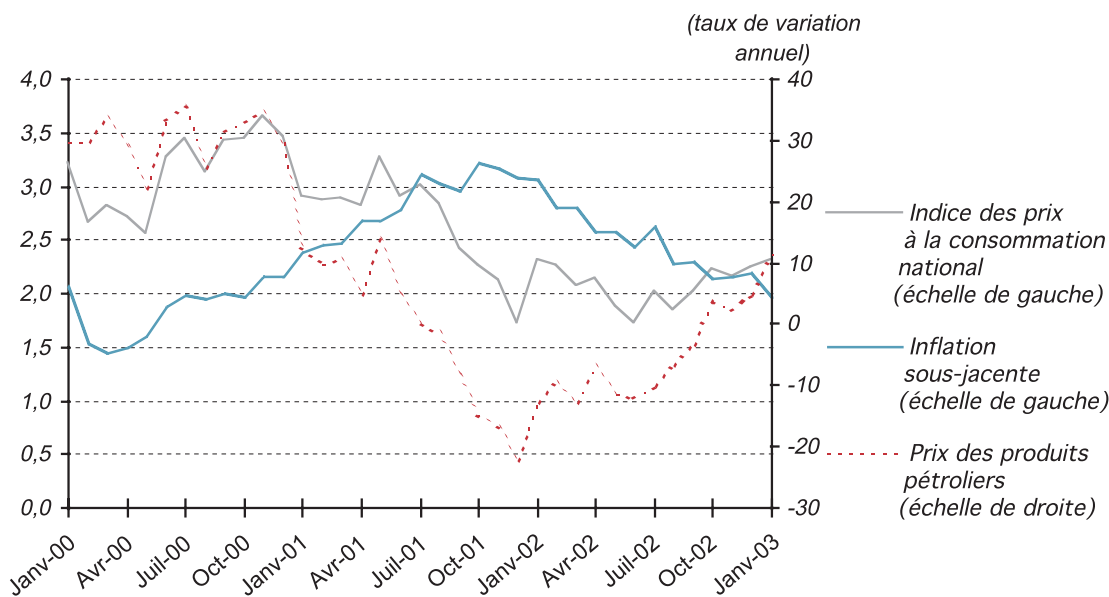
L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), a progressé en moyenne de 2,1% en 2002, après une hausse de 2,7% en 2001. En ce qui concerne le profil d'évolution de l'inflation au cours de l'année 2002, un fléchissement du taux annuel a été enregistré au

cours du premier semestre, passant de 2,3% en janvier à 1,7% en juin. Cependant, la tendance s'est inversée au cours du deuxième semestre comme en témoigne le taux annuel de 2,4% en décembre 2002.

Le recul de l'inflation globale au cours du premier semestre 2002, s'explique en bonne partie par la contribution baissière des produits pétroliers, comme indiqué par des taux annuels négatifs oscillant entre -7% et -13% au cours de cette période. Le taux de progression annuel du sous-indice s'est inscrit sur une trajectoire ascendante depuis le mois de juillet, au point de devenir positif en octobre et d'atteindre 4,6% en décembre 2002. La tendance du taux annuel du sous-indice des produits pétroliers au second semestre s'explique à la fois par les hausses mensuelles des prix des produits pétroliers enregistrées en août, septembre et octobre 2002, mais surtout par d'importants effets de base défavorables. En effet, les prix des produits pétroliers avaient connu un fort repli au cours du deuxième semestre 2001.

Le rythme de progression de l'inflation sous-jacente¹ s'est infléchi en 2002, passant graduellement de 3,1% en janvier à 2,2% en décembre. Sa relative résistance à la baisse, qui s'accorde mal avec la morosité actuelle de la conjoncture, s'explique en partie par l'évolution des prix des services. En effet, le rythme de progression annuel des prix des services n'a que faiblement ralenti en 2002, passant de 3,5% en janvier à 3% en décembre. Le modeste déclin du taux annuel des prix des services est, entre autres, lié à l'arrivée à échéance de la tranche indiciaire en juin 2002 et à l'introduction de l'euro fiduciaire en début d'année². En outre, de fortes hausses de certains produits alimentaires, comme le tabac et plusieurs autres produits alimentaires traités, ont empêché une décélération plus prononcée de l'inflation sous-jacente. En ce qui concerne ses perspectives d'évolution, on doit s'attendre à ce que la tendance baissière reste peu vigoureuse.

GRAPHIQUE 12 INFLATION ET PRODUITS PÉTROLIERS



Source : STATEC

En ce qui concerne les tendances du début de l'année 2003, on note que l'IPCN a augmenté de 2,3% sur base annuelle en janvier 2003, soit une progression de 0,1% par rapport au mois précédent. Le taux mensuel était de -0,75% en raison des soldes de janvier qui ont eu un impact légèrement plus important qu'en 2002. L'IPCN aurait progressé fortement (0,4% en termes mensuels), si l'effet baissier des soldes avait été exclu. Les produits pétroliers, augmentant de 5% par rapport au mois de décembre 2002, ont

1 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 gazoil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

2 Voir l'encadré relatif à cet aspect ci-dessous.

I

constitué un important facteur inflationniste. L'évolution des prix en janvier est traditionnellement marquée par les ajustements des tarifs publics. En effet, des hausses, plus ou moins sensibles, ont été constatées à ce niveau, comme par exemple pour la collecte des ordures ménagères, les maisons de retraite et de soins, la reprise des eaux usées ainsi que pour différents tarifs de transports publics.

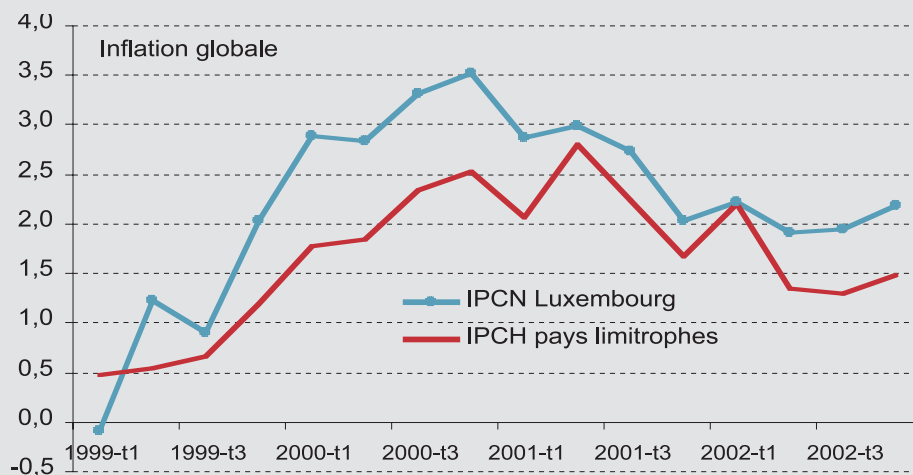
Différentiel d'inflation du Luxembourg avec les pays limitrophes

L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'IPCN, a été supérieure depuis 1999 de celle des pays voisins et le différentiel s'est à nouveau élargi récemment. Pour ce qui est de la comparaison avec la zone euro, le bilan est plus positif avec une divergence qui s'est estompée au cours des derniers trimestres. Les explications de l'évolution en défaveur du Luxembourg peuvent être de natures diverses (voir ci-dessous).

Afin de garantir une base comparable, il y a lieu de se référer à des sous-indices harmonisés à travers les zones géographiques. L'IPCH remplit ces critères, mais du fait de sa couverture démographique, l'IPCH luxembourgeois se trouve biaisé en raison du poids disproportionné des produits consommés par les non-résidents (tabac, produits pétroliers). L'IPCN, excluant les non-résidents dans le calcul des pondérations, présente à cet effet une base comparable à l'IPCH des autres pays dont les poids ne sont guère influencés par l'incorporation des non-résidents. Afin de détailler l'analyse au-delà de l'inflation globale, les versions IPCN des sous-indices, qui sont généralement analysés au niveau de la zone euro, ont été recalculées pour le Luxembourg sur base des définitions Eurostat. Pour simplifier, une moyenne pondérée de l'inflation des pays limitrophes a été calculée en fonction de l'importance relative des trois pays dans le commerce extérieur du Luxembourg. Le choix des pondérations s'est porté sur les exportations en raison des soucis de compétitivité que pourrait engendrer la persistance d'un différentiel d'inflation en défaveur du Luxembourg. L'incidence des écarts de pondération entre le Luxembourg et les pays voisins étant neutralisée, les sources de divergence sont plus facilement détectables.

Le graphique 13 montre la persistance du différentiel avec les pays voisins en défaveur du Luxembourg depuis fin 1999 et son creusement depuis le deuxième trimestre 2002.

GRAPHIQUE 13 INFLATION GLOBALE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

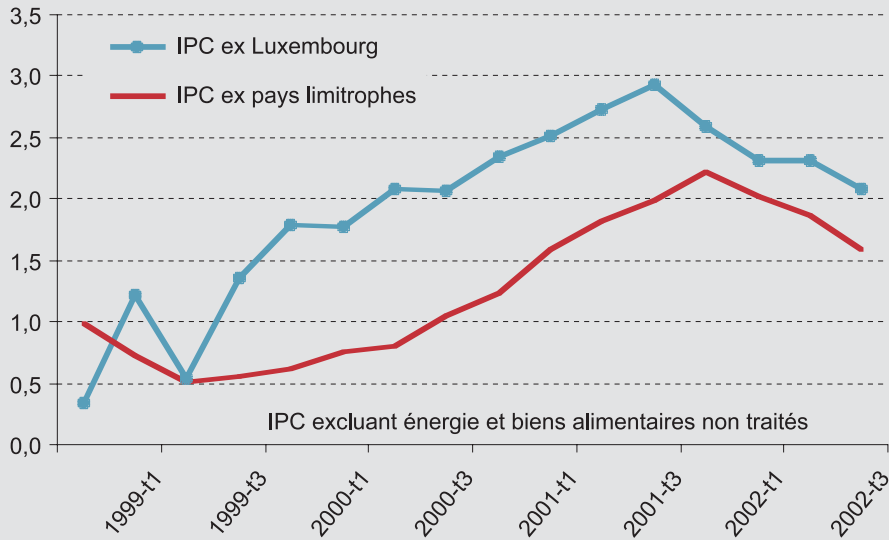


Source : BCL, EUROSTAT, STATEC

Les composantes volatiles, à savoir les biens alimentaires non traités et l'énergie, se caractérisent par une évolution en moyenne en ligne avec les pays limitrophes depuis 1999. Des écarts temporaires existent et s'expliquent vraisemblablement par des différences méthodologiques pour les biens alimentaires non traités et la structure des prix de vente de détail, par exemple une taxation indirecte plus faible au Luxembourg, pour les produits énergétiques. Les développements distincts en matière d'inflation globale sont donc nécessairement imputables aux autres composantes (biens industriels non-énergétiques, biens alimentaires traités et services). Ainsi, pour l'IPC excluant les biens alimentaires non

traités et l'énergie (qui regroupe donc les composantes « stables » par opposition aux composantes volatiles), on remarque une évolution du différentiel similaire à celle de l'inflation globale avec une divergence plus accentuée en 2001 (graphique 14).

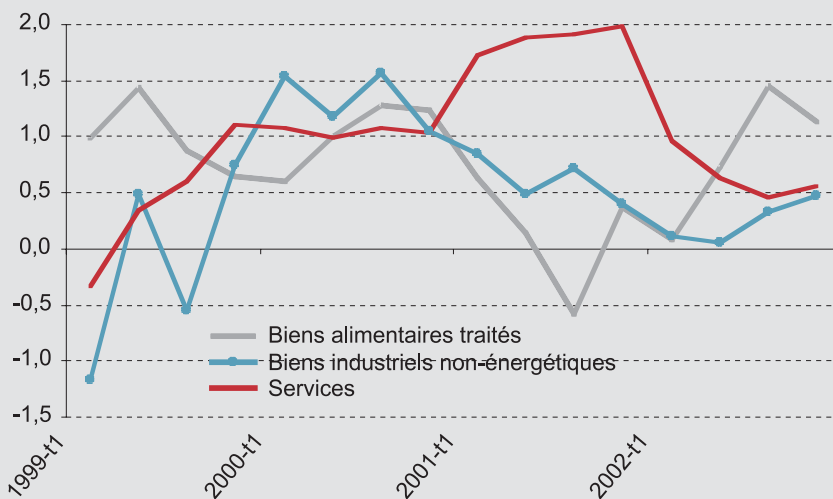
GRAPHIQUE 14 INFLATION DES COMPOSANTES « STABLES » (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)



Source : BCL, EUROSTAT, STATEC

Le graphique 15 révèle que les trois sous-composantes ont accusé simultanément un différentiel en défaveur du Luxembourg en 2002. La divergence persistait d'ailleurs déjà depuis fin 1999, hormis une brève interruption pour les biens alimentaires traités dans la deuxième moitié de l'année 2001.

GRAPHIQUE 15 DIFFÉRENTIEL D'INFLATION DES SOUS-COMPOSANTES « STABLES » (IPCN LUXEMBOURG – MOYENNE IPCH DES PAYS LIMITROPHES, EN POINTS DE POURCENTAGE)



Source : BCL, EUROSTAT, STATEC

Dans une petite économie ouverte telle que celle du Luxembourg, on admet souvent que l'inflation est déterminée en grande partie par l'évolution des prix à la consommation dans les pays voisins. Par référence aux sous-composantes « stables », tel pourrait être le raisonnement sur les biens alimentaires traités³ et les biens industriels non-énergétiques. En effet, ces deux types de biens sont importés et subissent peu ou pas du tout de travaux de transformation au Luxembourg qui pourraient justifier une divergence d'inflation. Ainsi, si l'on admet l'hypothèse d'une répercussion immédiate des variations de prix étrangers sur les prix domestiques, une divergence d'inflation est probablement imputable à d'autres facteurs, comme par exemple une évolution distincte des coûts domestiques, en particulier salariaux, autre déterminant principal des prix. Pour ce qui est des services, le raisonnement de l'inflation essentiellement importée est moins réaliste, du fait de leur intensité en main d'œuvre. Compte tenu du degré de concurrence plus limité dans les services, ceux-ci n'étant guère échangeables au niveau « international », les prestataires de services peuvent davantage répercuter les hausses des coûts salariaux sur leurs prix de vente finaux en dehors des considérations de compétitivité. En l'occurrence, c'est pour le sous-indice des services que l'on constate le différentiel le plus systématique et le plus important (couvrant la période de début 2001 à la mi-2002). Compte tenu de leurs poids, les services ont aussi constitué le facteur contributeur le plus important au différentiel d'inflation globale.

Le tableau 3, reprenant l'évolution des coûts salariaux par unité produite pour l'ensemble de l'économie, indique que les salaires au Luxembourg ont connu depuis 1999 une évolution supérieure à celle des pays voisins, ce qui semble appuyer le raisonnement *supra*.

TABLEAU 3 COÛTS SALARIAUX PAR UNITÉ PRODUITE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)⁴

	1998	1999	2000	2001	2002
Belgique	0,8	1,6	0,4	4,0	2,8
Allemagne	0,2	0,4	1,0	1,5	1,1
France	0,1	1,2	0,7	2,9	2,4
Pays limitrophes	0,3	1,0	0,8	2,6	1,9
Luxembourg	-1,2	2,4	1,5	9,1	6,3

Source : Commission Européenne, Prévisions macroéconomiques, automne 2002

Un retour à une évolution salariale plus en phase avec celle de la production serait par conséquent souhaitable et serait susceptible d'engendrer des effets bénéfiques doubles. D'une part, il pourrait aider à résorber le différentiel d'inflation avec les pays voisins qui persiste depuis fin 1999, et d'autre part, il pourrait permettre de restaurer la marge de profit qui s'est contractée considérablement en 2001⁵ et probablement aussi en 2002.

Prévisions d'inflation

L'évolution récente de l'inflation a été légèrement supérieure aux prévisions afférentes. L'erreur de prévision a été relativement plus prononcée pour l'IPCH que pour l'IPCN du fait qu'elle tient à une sous-estimation des prix de l'énergie et du tabac, c'est-à-dire des produits dont le poids est relativement plus important dans l'IPCH. L'origine des erreurs s'explique d'une part, par la difficulté de prévoir le timing des hausses de prix en ce qui concerne le tabac, et d'autre part, par l'envolée des prix du pétrole suite à l'accroissement des tensions politiques au Moyen-Orient en ce qui concerne les produits énergétiques.

Le prix du pétrole s'étant établi récemment à un niveau plus élevé et la décélération de l'IPC excluant l'énergie étant plus lente qu'initialement prévue, le scénario central pour l'inflation s'est détérioré. En raison des tensions géopolitiques, il va sans dire que ces prévisions sont entachées d'un degré d'incertitude élevé.

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

3 Les prix du tabac suivent encore une autre logique par le fait qu'ils sont largement déterminés par la fiscalité indirecte.

4 Coût salarial moyen divisé par la productivité du travail (PIB réel divisé par l'emploi total)

5 Voir bulletin BCL 2002/4, pages 25 à 28.

en dollar identique à celui observé sur les marchés à terme. Au milieu du mois de février, l'euro cotait aux environs de 1,08 USD/EUR, soit une appréciation par rapport au taux moyen de 2002 et aux prévisions antérieures. Le prix du *brent* en dollar s'est établi simultanément autour de 30\$/bl et les marchés financiers anticipent une baisse graduelle de ce prix jusqu'à un niveau proche de 25\$/bl en décembre 2003, ce qui constitue une importante révision à la hausse, motivée par les craintes liées à une guerre éventuelle contre l'Iraq. En somme, l'appréciation de l'euro n'a pas totalement compensé l'envolée des prix du pétrole en dollar, ce qui a impliqué une détérioration des projections pour le sous-indice énergie par rapport aux prévisions de fin 2002. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

TABLEAU 4 HYPOTHÈSES SOUS-JACENTES AUX PRÉVISIONS D'INFLATION

	2001	2002	2003	02-T4	03-T1	03-T2	03-T3	03-T4
Prix du pétrole en \$	24,4	24,9	28,0	26,5	30,2	29,1	27,1	25,7
Taux de change \$/€	0,90	0,94	1,08	1,00	1,07	1,08	1,08	1,08
Prix du pétrole en euros (en % de var. ann.)	-11,5	-3,5	-1,0	22,5	16,6	-1,0	-8,1	-9,8

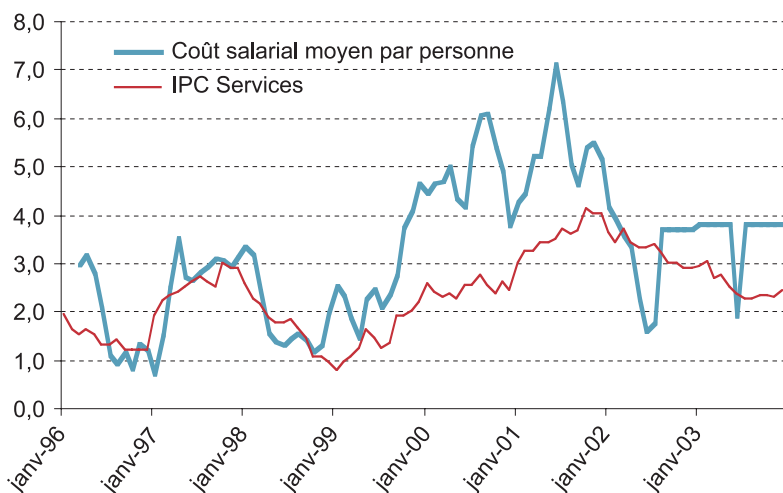
Source : BCL

Les facteurs déterminants de l'inflation excluant les produits de l'énergie sont généralement l'inflation importée ainsi que l'évolution des salaires. A cela s'ajoutent des mesures spécifiques telles que les ajustements éventuels au niveau de la taxation indirecte ainsi que l'évolution des tarifs publics et des prix administrés.

La hausse du prix du tabac à la fin de l'année 2002 aura eu un impact non négligeable sur les prix à la consommation. Les ajustements au niveau des accises prévus dans le budget du gouvernement central risquent d'accentuer davantage cet effet, bien que les détails ne soient pas encore connus. L'inflation importée devrait rester contenue en raison de la faiblesse de l'activité économique dans les pays voisins. De plus, l'appréciation récente de l'euro par rapport au dollar, qui affecte directement à la baisse les prix des produits énergétiques, devrait également se refléter à terme dans une modération plus générale de l'inflation importée.

En revanche, la décélération de l'inflation domestique sera probablement lente. La hausse des prix administrés et des tarifs publics, qui se fait généralement en début d'année, exercera un impact à la hausse tout au long de l'année 2003 en raison de la persistance des ajustements. L'ampleur de cet effet s'est notamment reflétée dans la hausse mensuelle relativement importante des prix des services en janvier 2003. De plus, l'évolution salariale est de nature à freiner une détente plus rapide des prix. L'augmentation du salaire minimum en début d'année est susceptible d'accentuer directement la pression à la hausse des prix. Selon les prévisions récentes, l'échéance de la prochaine tranche indiciaire a également été avancée de quelques mois.

GRAPHIQUE 16 ÉVOLUTION DES SALAIRES ET DES PRIX DES SERVICES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)⁶



Source : STATEC, BCL

Résultats

L'inflation devrait emprunter le chemin de la modération en 2003, après une accélération temporaire au premier trimestre en raison de la hausse des prix du pétrole en euros qui est renforcée par un effet de base défavorable. L'IPCN tomberait en dessous de la barre de 2% vers le milieu de l'année 2003 et y demeurerait jusqu'à la fin de l'année. L'évolution favorable dans la deuxième moitié de l'année est conditionnée par une contribution négative des prix de l'énergie tandis que la décélération de l'IPC excluant l'énergie serait relativement lente. Ceci peut surprendre dans le contexte du ralentissement conjoncturel, mais s'explique par l'évolution attendue du coût salarial. L'indexation automatique des salaires serait payable vers le milieu de l'année 2003, soit quelques mois plus tôt que prévu antérieurement, reflétant ainsi la dégradation des perspectives par rapport à l'exercice de prévision précédent.

TABLEAU 5 PRÉVISIONS D'INFLATION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)⁶

	2001	2002	2003	2002 2e sem.	2003 1er sem.	2003 2e sem.
IPCN	2,7	2,1	1,9	2,1	2,3	1,5
IPCH	2,4	2,1	2,1	2,4	2,7	1,6
IPCH énergie	-2,6	-3,7	0,8	0,3	4,2	-2,4
IPCH ex énergie	3,1	2,9	2,3	2,7	2,5	2,0

Source : BCL

Le risque principal lié aux prévisions d'inflation est évidemment en rapport avec l'évolution du prix du pétrole, elle-même liée au développement des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Une résolution pacifique de la crise engendrera probablement une détente substantielle du cours du Brent tandis qu'une non-résolution du conflit ou une guerre éventuelle impliqueraient un scénario fortement défavorable. En de telles circonstances, l'effet sur l'activité économique et l'impact sur les prix à la consommation pourraient être sévères.

Le taux de change EUR/USD a connu une évolution récente en faveur de l'euro qui, si elle se poursuivait, engendrerait un ralentissement de l'inflation.

Les effets inflationnistes du basculement vers l'euro

Les billets et les pièces en euro ont été introduits le 1er janvier 2002 dans 12 pays de l'Union européenne. Ainsi, l'euro est devenu une réalité économique tangible pour le public.

D'un côté, les partisans de l'euro ont souligné les effets positifs de la monnaie unique sur la concurrence et sur la croissance économique. L'utilisation d'une même monnaie dans les douze pays de la zone euro permet une plus grande transparence des prix au niveau de l'Union, ce qui devrait se traduire par une intensification de la concurrence. A long terme ceci devrait avoir des retombées positives en termes d'économies d'échelle et de spécialisation. Cet enchaînement favoriserait à la fois la stabilité des prix à la consommation et l'amenuisement de la dispersion des prix au niveau régional.

D'un autre côté, des craintes ont surgi quant à une hausse des prix à court et à long terme. Ces inquiétudes ont surtout été nourries par les médias, en particulier dans les pays voisins, entraînant une plus grande sensibilité du public aux potentielles hausses de prix résultant du basculement vers l'euro. Ces craintes ont été légitimées par une réelle perception des consommateurs de la progression des prix due à des arrondis systématiques à la hausse lors de la conversion des prix nationaux en euro. Cet arrondissement des prix émanait de spécificités psychologiques et peut rendre certains prix plus attractifs aux yeux des consommateurs.

Une année plus tard, la discussion autour des pressions inflationnistes résultant du basculement vers l'euro s'est atténuée. Les analyses disponibles permettent désormais d'évaluer les incidences de l'introduction de l'euro fiduciaire sur les prix. La BCL et le STATEC se sont engagés dès le mois de septembre 2001 à analyser et évaluer les effets de l'introduction de l'euro fiduciaire. Les conclusions préliminaires émanant des simulations révèlent, dans le scénario le plus pessimiste, une progression de 0,6 point de pourcentage pour l'IPCH et de 0,5 point de pourcentage pour l'IPCN. Ce scénario est fondé sur l'hypothèse de conversions des arrondis au prochain prix attractif supérieur en euro des prix attractifs en LUF.⁷ L'analyse intermédiaire des effets réels évoque un effet cumulatif sur l'IPCH et l'IPCN, de

⁶ La série du coût salarial moyen par personne (présentée sous forme de moyenne mobile de trois mois sur le graphique) est disponible jusqu'en juillet 2002 et a été prolongée par les informations sur le salaire minimum, le salaire de la fonction publique et la projection de l'indexation automatique des salaires. Pour 2003, l'indice a été ajusté à la baisse pour tenir compte d'un « wage drift » négatif dans le secteur privé, imputable à la conjoncture.

⁷ Voir communiqué de presse du 7 décembre 2001.

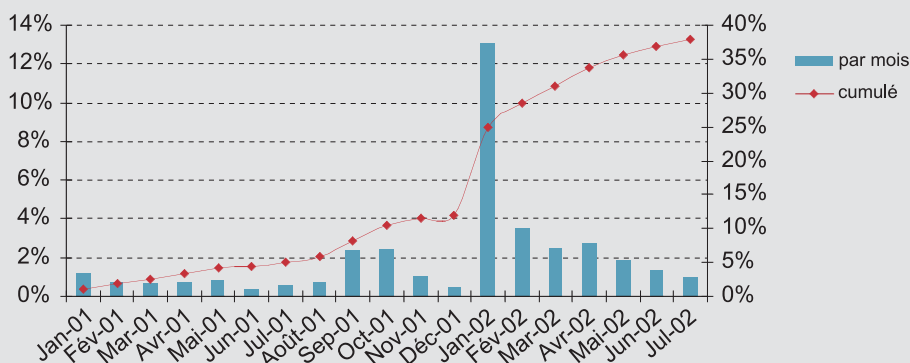
respectivement 0,42 et 0,36 point de pourcentage pour la période allant de janvier 2001 à mai 2002.⁸

L'analyse finale est fondée sur l'observation de plus de 7 000 prix individuels mensuels, relevés par le STATEC pour le calcul de l'IPCH et de l'IPCN. La période d'observation s'étend d'octobre 2000 à octobre 2002. L'impact du passage à l'euro fiduciaire n'est cependant estimé que pour la période allant de janvier 2001 à juillet 2002. Les trois mois précédents et suivants la période de l'analyse n'étant observés qu'à des fins de contrôle.

Le graphique 17 illustre pour chaque mois la proportion des prix attractifs en franc luxembourgeois ayant été convertis en prix attractifs en euro (échelle de gauche). Il faut souligner qu'en 2001 la proportion des prix attractifs en franc luxembourgeois, convertis en prix attractifs en euros, a été particulièrement importante aux mois de septembre et octobre. A l'opposé, les mois de novembre et décembre 2001 étaient caractérisés par un processus de conversion modéré, dû probablement à la sensibilisation du public et aux craintes des consommateurs d'un renchérissement potentiel causé par la conversion.

En janvier 2002, près de 13% de l'ensemble des prix inclus dans l'IPC ont été convertis en prix attractifs en euros. Cette accélération de la conversion des prix n'est pas surprenante, vu les changements habituels des prix au début de chaque année. Le chiffre correspondant pour le mois de février est de 3,5%. Par la suite, la part des prix convertis mensuellement en prix attractifs en euros s'est estompée de manière lente mais continue. Ainsi, le cumul des taux de conversion a atteint 38% en juillet 2002.

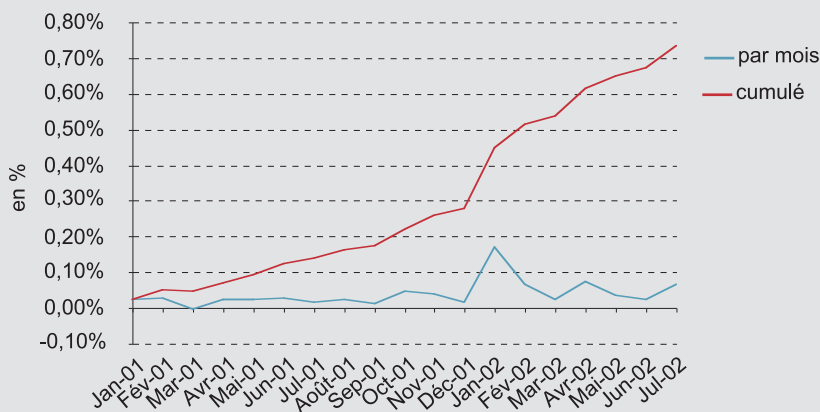
GRAPHIQUE 17 LA PROPORTION DES PRIX ATTRACTIFS EN FRANCS LUXEMBOURGEOIS CONVERTIS EN PRIX ATTRACTIFS EN EURO



Source : BCL, STATEC

Les graphiques 18 et 19 illustrent l'étendue des effets dont l'origine est le passage à l'euro fiduciaire.

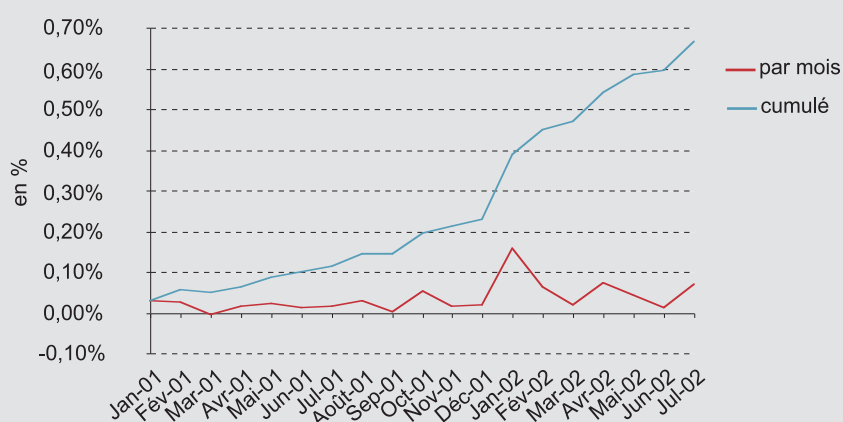
GRAPHIQUE 18 L'EFFET SUR L'IPCH



Source : BCL, STATEC

8 Voir communiqué de presse du 31 juillet 2002.

GRAPHIQUE 19 L'EFFET SUR L'IPCN



Source : BCL, STATEC

La borne supérieure de l'effet cumulatif sur l'IPCH et l'IPCN est respectivement de 0,74 et 0,67 point de pourcentage. Les différences de résultats, selon qu'il s'agit de l'IPCH ou de l'IPCN, sont dues au fait que les pondérations de certains biens et services, contribuant fortement à l'effet du basculement, tels que « Hôtels, cafés, restaurants », sont moins importantes dans l'IPCN que dans l'IPCH. Pendant la seule période de janvier 2002 à juillet 2002, l'effet cumulé s'élevait à 0,46 point de pourcentage pour l'IPCH et 0,44 point de pourcentage pour l'IPCN.

TABLEAU 6 EFFETS DU BASCULEMENT VERS L'EURO PAR MOIS

	J-01	F-01	M-01	A-01	M-01	J-01	J-01	A-01	S-01	O-01	N-01	D-01	J-02	F-02	M-02	A-02	M-02	J-02	J-02
ICPH	0,02	0,03	0,00	0,02	0,02	0,03	0,02	0,02	0,01	0,05	0,04	0,02	0,17	0,07	0,02	0,08	0,03	0,02	0,06
IPCN	0,03	0,03	0,00	0,01	0,02	0,01	0,02	0,03	0,00	0,05	0,02	0,02	0,16	0,06	0,02	0,07	0,04	0,01	0,07

La distribution des effets cumulés du basculement vers l'euro selon les principales divisions de l'indice sont affichées dans le tableau 6. Pour la période de janvier 2001 à juillet 2002, la catégorie « Produits alimentaires et boissons non alcoolisées » a contribué respectivement de 0,09 et 0,12 point de pourcentage à l'effet euro dans l'IPCH et l'IPCN, tandis que le sous-indice « Boissons alcoolisées et tabac » a contribué respectivement à concurrence de 0,11 et 0,01 point de pourcentage. La grande différence entre IPCH et IPCN s'explique par l'écart de la pondération des produits de tabac, cinq fois plus grande dans l'IPCH que dans l'IPCN. Les divisions « Hôtels, cafés et restaurants » et « Loisirs, spectacles et culture » représentent les deux autres catégories où les changements de prix dus au basculement vers l'euro contribuent de manière significative à l'effet total cumulé.

TABLEAU 7 EFFET CUMULÉ PAR LA DÉCOMPOSITION DE L'INDICE DE JANVIER 2001 À JUILLET 2002

Sub-Index	Jan 2001-Jul 2002		Jan 2002- Jul 2002	
	HICP in	NICP in	HICP in	NICP in
1 Produits alimentaires et boissons non alcoolisées	0,092	0,115	0,015	0,018
2 Boissons alcoolisées et tabac	0,106	0,011	0,019	0,004
3 Articles d'habillement et chaussures	0,047	0,055	0,044	0,052
4 Logement, eau, électricité et combustibles	0,034	0,044	0,012	0,015
5 Ameublement, équipement de ménage et entretien	0,050	0,059	0,043	0,050
6 Santé	0,000	0,000	0,000	0,000
7 Transports	0,026	0,033	0,016	0,020
8 Communications	-0,014	-0,018	-0,005	-0,006

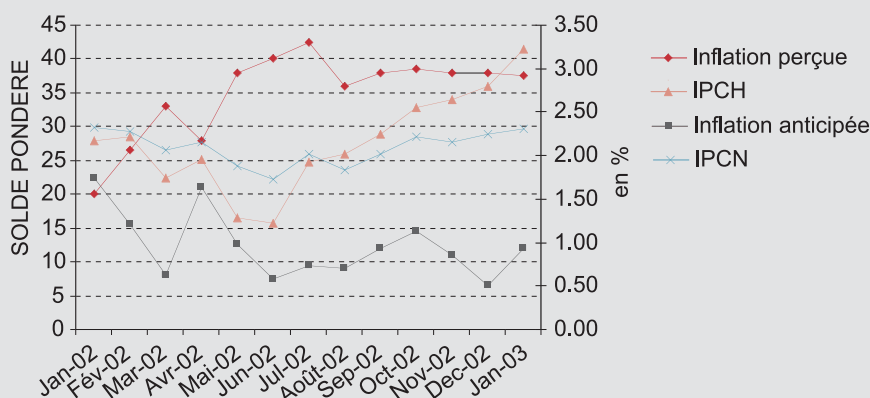
9	Loisirs, spectacles et culture	0,143	0,163	0,110	0,123
10	Enseignement	0,000	0,000	0,000	0,000
11	Hôtels, cafés, restaurants	0,208	0,155	0,172	0,124
12	Biens et services divers	0,044	0,049	0,032	0,035
Total		0,735	0,665	0,458	0,435

Note: Résultats fondés sur un échantillon non-balancé représentant 98,68 de l'IPCH.

Ainsi, nous pouvons conclure que le basculement vers l'euro a déclenché une légère hausse des prix. Or, l'impact du basculement vers l'euro sur le taux d'inflation devrait diminuer progressivement au cours de l'année 2003 pour disparaître complètement début 2004. Il s'agit d'un effet transitoire. A long terme, la monnaie unique renforcera la stabilité des prix dans la zone euro.

Comme l'illustre le graphique ci-dessous, les consommateurs ont perçu une hausse des prix à la consommation enregistrée au début de l'année 2002 (échelle de gauche). Paradoxalement, cette perception durant le premier semestre 2002 est allée de pair avec une baisse du taux d'inflation (échelle de droite). De plus, l'inflation perçue est restée et plus ou moins stable pendant le deuxième semestre 2002 alors que l'inflation mesurée affichait une progression. L'inflation perçue n'a néanmoins pas déclenché de hausse de l'inflation anticipée. Ceci nous amène à conclure que les consommateurs ont perçu la hausse des prix comme étant un phénomène temporaire qui n'a pas de répercussions sur la crédibilité de la politique monétaire de l'Eurosystème.

GRAPHIQUE 20 INFLATION PERÇUE ET ANTICIPÉE AVEC IPCH ET IPCN



Source : BCL, STATEC

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

La phase baissière du cycle des prix de vente de produits industriels, qui a été entamée au deuxième trimestre de l'année 2001, a pris fin au début de l'année 2002 et les prix se sont mis à remonter aux deuxième et troisième trimestres 2002 de respectivement 0,3% et 1,3%. Cette accélération récente des prix n'a cependant pas pu éviter une contraction en moyenne en 2002 par rapport à 2001. La variation annuelle de -1,4% (calculée sur 11 mois) demeure en revanche relativement modérée si on la compare à l'évolution des prix en 1996 ou en 1999, années où l'on avait recensé des baisses supérieures à 4%.

TABLEAU 8 PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE (EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)

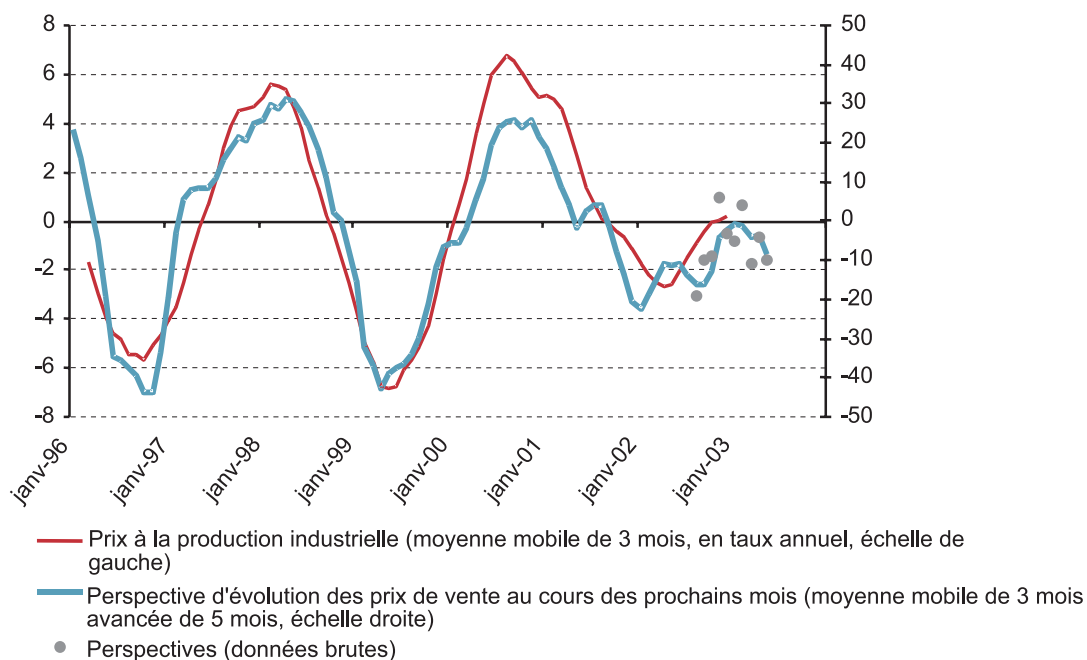
	2000	2001	2002	T4-2001	T1-2002	T2-2002	11m-2002
Ensemble des produits industriels	4,8	1,1	-1,4	-0,8	-1,1	0,3	1,3
Biens intermédiaires	5,5	0,4	-2,4	-1,2	-1,7	0,3	1,5
Biens d'équipement	3,3	1,8	1,2	0,3	-0,1	0,3	0,5
Biens de consommation	3,2	3,6	1,3	-0,1	0,3	0,5	0,9

Source : STATEC, BCL

L'évolution des prix à la production industrielle est de nature pro-cyclique et par conséquent, l'explication primaire de la décline en 2002 réside dans la conjoncture morose aussi bien au niveau international que national. Un affaiblissement de la demande s'accompagne souvent tant d'une réduction des prix que d'un ajustement de la production. Pour des raisons similaires, le cycle baissier des prix était essentiellement concentré dans l'industrie des biens intermédiaires, davantage influencée par le cycle conjoncturel que les industries des biens de consommation et des biens d'équipement. En effet, ces dernières étaient encore arrivées à maintenir leur prix à un niveau stable, voire à les augmenter en 2002. Bien que l'évolution de son prix ait été très volatile, le pétrole s'est maintenu en moyenne à peu près au même niveau qu'en 2001, de sorte qu'il a probablement empêché un ajustement des prix à la baisse plus important.

Les perspectives pour l'évolution des prix à la production industrielle ne demeurent pas favorables au début de l'année 2003. A défaut d'une accélération de la demande, les prix auraient plutôt tendance à se stabiliser, voire à baisser (en termes de variation annuelle) au cours des prochains mois. Tel semble être le scénario qui se dégage de l'enquête de conjoncture dans l'industrie (voir graphique 16).

GRAPHIQUE 21 PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE, ÉVOLUTIONS EFFECTIVE ET ANTICIPÉE ⁹



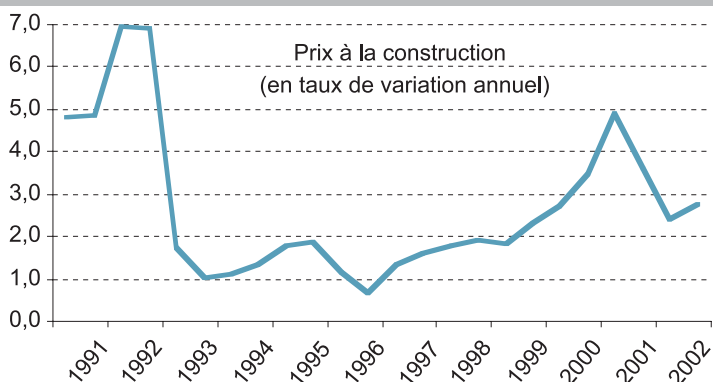
Source : EUROSTAT, BCL

1.2.1.3 Les prix à la construction

Les prix à la construction ont augmenté de 2,6% en 2002, en nette décélération par rapport à la hausse de 4,2% en 2001. D'une part, cette modération s'explique probablement par un impact plus faible en 2002 de l'indexation automatique des salaires sur le coût salarial, eu égard à l'intensité en main d'œuvre d'une série de services de la construction. D'autre part, le ralentissement de l'activité économique a sans doute également exercé un impact modérateur sur les prix.

⁹ L'indicateur est fondé 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).

GRAPHIQUE 22 PRIX À LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)



Source : STATEC, BCL

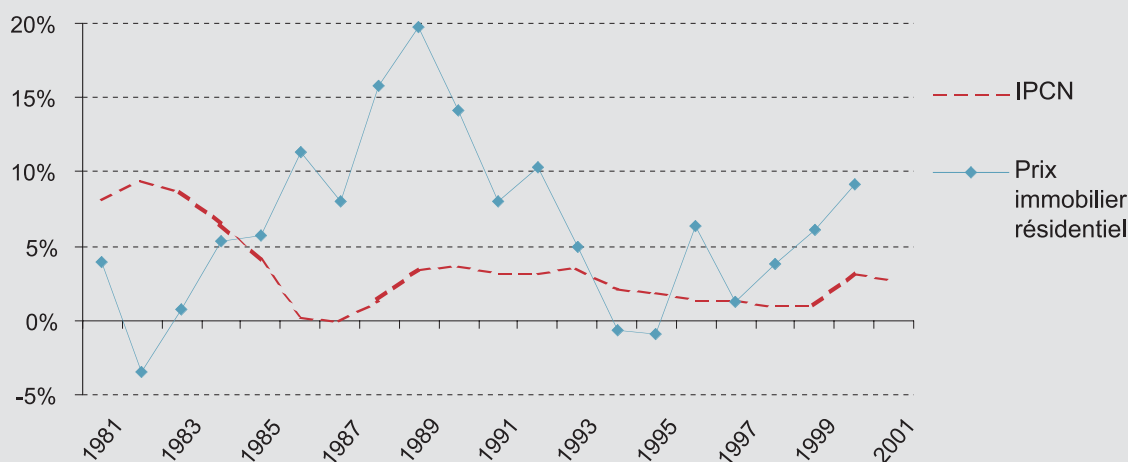
L'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et des loyers d'habitation

Les prix de l'immobilier résidentiel jouent un rôle important dans la détermination de l'inflation (en partie par le biais des loyers et des salaires) et dans la transmission des impulsions de la politique monétaire à l'économie réelle à travers l'influence des taux d'intérêt sur les prix des logements.

L'inflation des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg peut être analysée à l'aide d'un indice construit par la BCL sur la base de données annuelles fournies par le STATEC pour la période allant de 1980 à 2000. Il s'agit d'un indice chaîne calculé selon la méthode de Laspeyres (voir Bulletin BCL 2000/2). Cet indice ne prend en compte que très partiellement le fait que l'immobilier résidentiel est constitué de biens très hétérogènes.

L'indice permet de distinguer trois phases, à savoir les années 1980, la première moitié des années 1990 et finalement la seconde moitié des années 1990. Une forte accélération du rythme de progression des prix nominaux de l'immobilier résidentiel a été enregistrée au cours des années 1980, portant à environ 20% le taux de variation annuel en 1989. Ensuite, au cours de la première moitié des années 1990, le taux de croissance des prix de l'immobilier a fléchi pour devenir légèrement négatif en 1994 et 1995. Depuis, la cadence d'augmentation des prix de l'immobilier a augmenté pour s'établir à quelque 9% en 2000. Les baisses des prix nominaux de l'immobilier observées au cours de la période commentée ont été faibles et peu nombreuses (1982, 1994 et 1995). Les prix de l'immobilier résidentiel ont donc été inscrits sur une tendance nettement orientée à la hausse. A noter que dans d'autres pays de l'Union européenne, comme la Suède et le Royaume-Uni, l'élément cyclique des prix de l'immobilier résidentiel a été plus prononcé. En outre, le graphique ci-dessous illustre que le rythme de progression des prix de l'immobilier résidentiel a généralement été plus prononcé et volatil que celui des prix à la consommation.

GRAPHIQUE 23 INFLATION DES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL ET DES PRIX À LA CONSOMMATION AU LUXEMBOURG (TAUX DE VARIATION ANNUELS)



Source : STATEC, BCL

Les variations des prix du logement s'expliquent, dans une large mesure, par les conditions macroéconomiques. En effet, la croissance des prix de l'immobilier à long terme est liée aux prix des terrains à bâtir, qui représentent une ressource limitée dont le prix a tendance à augmenter en parallèle avec le nombre des ménages et avec les revenus. L'augmentation du nombre des ménages est influencée par l'immigration ainsi que par des développements sociologiques, comme la réduction du nombre moyen de personnes par ménage. Finalement, les taux d'intérêt réels et nominaux jouent également un rôle dans la formation des prix sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Une certaine volatilité du taux de variation des prix du logement fait partie du fonctionnement normal du marché de l'immobilier résidentiel parce que l'offre de logements ne peut pas réagir à court terme à des chocs émanant de la demande, que ce soit pour augmenter ou pour diminuer le nombre de logements offerts. Ceci a pour conséquence que les prix peuvent s'écarter de façon prolongée de leur tendance à long terme sans que l'on puisse pour autant en conclure qu'une bulle spéculative, caractérisée par un emballement excessif et auto-entretenu des prix, soit en train de se former. La décélération du taux de croissance des prix de l'immobilier résidentiel ne signifie pas nécessairement que le logement soit en crise.

Le marché du logement locatif fait partie intégrante du marché de l'immobilier résidentiel et son fonctionnement peut avoir des conséquences pour le reste du marché. A noter que selon le recensement fiscal du STATEC, le poids relatif de la location a diminué au cours des vingt dernières années. En effet, seulement 26% des ménages étaient locataires en 2000, alors que quelque vingt ans plus tôt, cette proportion s'élevait encore à 39%. Le recul de l'importance relative du marché de la location pourrait, entre autres, être lié aux conditions de financement favorables (accès facile aux crédits hypothécaires et moindres coûts de ceux-ci) ainsi qu'à une politique favorisant l'accès à la propriété immobilière, par le biais de subsides et d'un traitement fiscal avantageux. Selon le Conseil Economique et Social¹⁰ l'offre de logements locatifs s'est également trouvée réduite, surtout dans la capitale, par la transformation de logements en surfaces commerciales. Deux facteurs auraient contribué à cette évolution, d'une part, les baux commerciaux ne sont pas réglementés et d'autre part, la demande pour la location de bureaux s'est sensiblement accrue suite au développement économique en général et du secteur des services en particulier. La volonté du gouvernement, exprimée dans l'accord de coalition d'août 1999, de stimuler « également l'assainissement des logements locatifs en modifiant la loi sur les baux à loyer, entre autres en abandonnant la différenciation entre les immeubles construits avant le 1er septembre 1944 et ceux érigés après cette date », devrait exercer une influence favorable sur le marché du logement locatif.

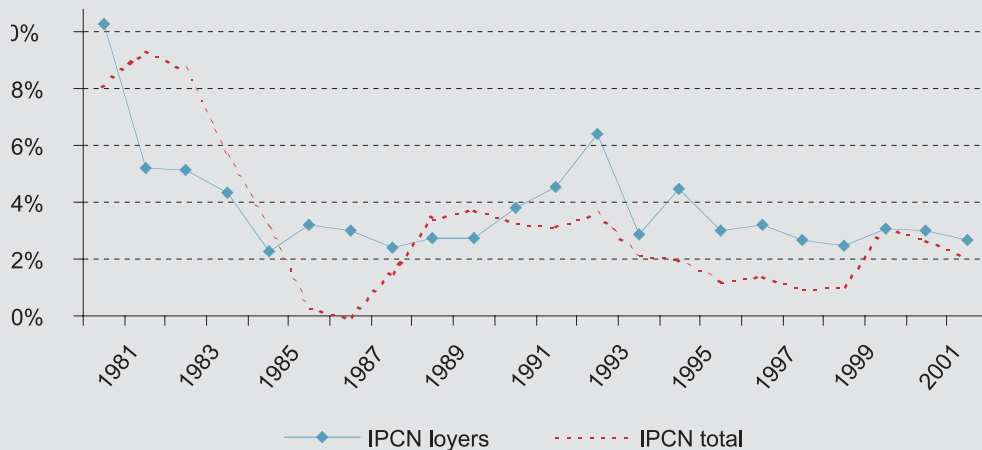
Le dossier du logement est d'autant plus primordial que les loyers représentent une partie non-négligeable de l'IPC (pondération de 37,1 pour mille à la fois pour les indices national et harmonisé¹¹

¹⁰ Avis du Conseil Economique et Social : « Les problèmes liés au logement (deuxième partie) », 7 juillet 1999.

¹¹ A noter dans ce contexte que les logements occupés par leurs propriétaires ne sont actuellement pas repris dans l'IPC au niveau communautaire et au Luxembourg. L'importance de l'immobilier résidentiel dans les IPC se trouvera encore augmenté une fois que les travaux actuellement en cours au niveau communautaire, pour y intégrer les logements occupés par leurs propriétaires, seront terminés.

pour 2002). L'analyse du graphique 24 révèle que, pour 16 des 22 dernières années, le rythme de progression des loyers, avec quelque 3,8% en moyenne par année, a été plus prononcé que celui de l'IPCN (3,2% en moyenne). Ceci a pu rendre plus attractive l'acquisition d'un logement. Cependant, à l'exception de quelques années, la progression des prix d'immobiliers résidentiels a été largement supérieure à la hausse des loyers, ce qui devrait augmenter la demande pour le logement locatif.

GRAPHIQUE 24 INFLATION DES PRIX À LA CONSOMMATION : INDICE LOYERS ET INDICE TOTAL



Source : STATEC, EUROSTAT et BCL

Le but du présent encadré a été d'analyser l'évolution du marché de l'immobilier résidentiel sur une longue période allant de 1980 à 2000 plutôt que pour les années les plus récentes. L'analyse conjoncturelle des prix de l'immobilier se trouve d'ailleurs compliquée par le fait que seules des données annuelles sont disponibles et que la dernière observation est relative à l'année 2000. Cependant, sur base des indicateurs d'activité disponibles pour la construction et le bâtiment et sur base d'éléments anecdotiques, on peut s'attendre à ce que les prix de l'immobilier résidentiel aient stagné en 2002.

1.2.2 Les activités sectorielles

L'industrie

L'activité économique dans l'industrie en 2002 a été marquée par l'affaissement de la demande au niveau international. Au lendemain des attentats du 11 septembre, le tassement conjoncturel dans la zone euro, déjà entamé au deuxième trimestre 2001, s'est accéléré et a par conséquent affecté les entreprises luxembourgeoises fortement orientées vers les marchés d'exportation. Ainsi, selon les données ajustées pour les variations saisonnières, la production industrielle aurait poursuivi sa décline au premier trimestre 2002 avec un repli de 1,7% par rapport à la période précédente, pour rebondir au deuxième trimestre de 5,2% et rechuter de 2,6% au trimestre suivant. Ce profil trimestriel volatile a été soldé par une production moyenne en 2002 inchangée par rapport à 2001. Cette performance demeure cependant supérieure à celle de la zone euro et reste, compte tenu des circonstances géopolitiques et de l'évolution du prix du pétrole, probablement encore au-dessus des attentes. En effet, le ralentissement est concentré dans la sidérurgie, secteur sensible au cycle conjoncturel, alors que le reste de l'industrie affiche encore une progression moyenne de 1% de la production.

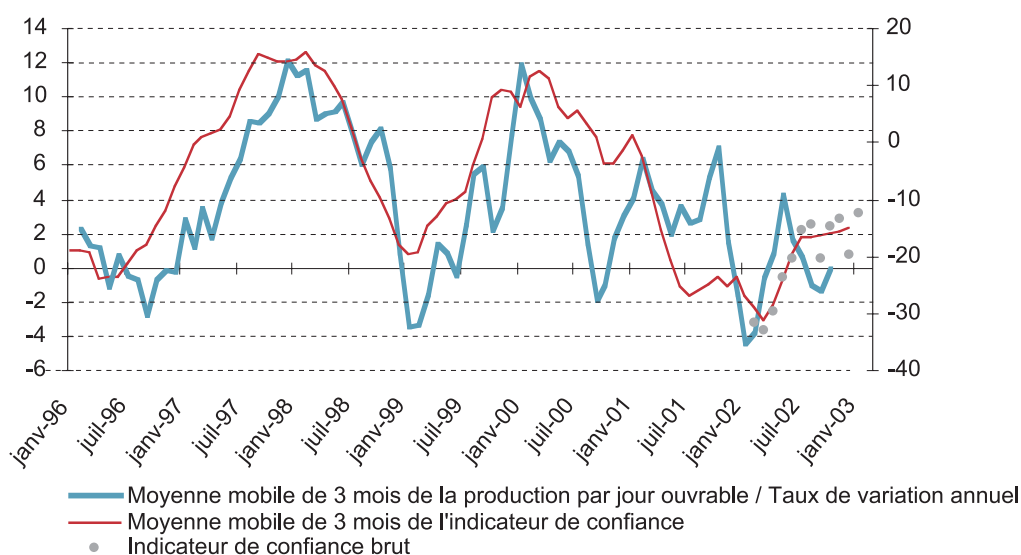
TABLEAU 9 INDICATEURS RELATIFS À L'INDUSTRIE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2000	2001	11m-2002	T1-2002	T2-2002	T3-2002
Nombre de salariés	1,4	0,6	-1,6	-0,9	-1,9	-1,8
Coût salarial	5,4	4,5	0,5	1,3	-0,2	-0,6
Heures travaillées	-0,6	-1,0	-3,3	-4,8	-2,8	-3,4
Chiffre d'affaires	10,5	3,4	-1,3	-7,2	-0,9	2,4
Commandes nouvelles	9,2	-2,2	-3,0	-11,5	-1,5	3,5
Production par jour ouvrable (ensemble)	5,1	3,1	0,0	-3,8	4,3	-1,0
Production par jour ouvrable (industrie hors sidérurgie)	5,2	3,6	1,0	-2,4	5,6	-0,7

Source : STATEC

Un niveau de production globalement inchangé, conjugué à une baisse des prix, implique un rétrécissement du chiffre d'affaires en 2002 par rapport à 2001. Dans le contexte de l'affaiblissement de la demande, les entreprises ont alors eu recours à des mesures de réduction de personnel et des heures travaillées afin de contenir une escalade de leurs coûts.

Les perspectives pour 2003 ne demeurent pas très alléchantes. La reprise soutenue, tant au niveau de la zone euro qu'outre-Atlantique se fait en effet encore attendre. Ceci d'autant plus que la menace permanente d'une éventuelle guerre contre l'Iraq pèse sur l'évolution de la conjoncture internationale depuis août 2002 et s'est traduite par une envolée du prix du pétrole. Cette période, caractérisée par une incertitude élevée, s'est en tout cas prolongée jusqu'au début de l'année 2003 sans apporter un éclaircissement définitif. L'indicateur de confiance dans l'industrie, qui résume les résultats des enquêtes de conjoncture, traduit cette incertitude par son mouvement horizontal depuis juillet sans marquer de tendance claire quant à une amélioration ou à une détérioration de la situation. En janvier 2003, bien que l'indicateur de confiance brut ait atteint un niveau maximum depuis son creux du début de l'année 2002, les résultats des enquêtes trimestrielles ne laissent pas encore entrevoir un redressement significatif. Le degré d'utilisation des capacités de production s'est à nouveau replié tout comme la production assurée, exprimée en nombre de mois. L'insuffisance de la demande reste le facteur principal gênant le processus de production.

GRAPHIQUE 25 INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE¹²

Source : STATEC, calculs BCL

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

Construction

Le secteur de la construction, de par ses caractéristiques intrinsèques, se trouve moins exposé que l'industrie aux variations conjoncturelles et l'année 2002 a même été marquée par une accélération de l'activité économique. La production par jour ouvrable a progressé de 6,1% sur les onze premiers mois de l'année contre 4,4% en 2001. La bonne santé du secteur s'est également traduite par une hausse de l'emploi et des heures travaillées et a été accompagnée d'une progression du coût salarial plus importante que dans l'industrie. L'accélération de l'activité n'est en revanche imputable qu'à la branche du génie civil, qui a bénéficié d'un effet de base favorable, tandis que l'activité dans le bâtiment a affiché une évolution plus modérée, évolution compréhensible compte tenu de la croissance fulgurante en 2001.

TABLEAU 10 INDICATEURS RELATIFS AU SECTEUR DE LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

2000	2001	11m-2002	T1-02	T2-02	T3-02	T4-02
Nombre de salariés	1,5	3,2	2,6	3,8	2,6	2,0
Salaires et traitements	3,7	8,5	6,3	5,1	7,8	4,2
Nombre d'heures-ouvriers prestées	3,6	4,8	5,0	6,0	10,6	-1,3
Production par jour ouvrable -Total	4,4	4,4	6,1	9,6	10,7	-3,7
Production par jour ouvrable -Bâtiment	5,6	13,0	5,7	6,7	11,0	-1,5
Production par jour ouvrable -Génie civil	3,2	-4,0	6,4	13,3	10,4	-6,1

Source : STATEC

Il est probable que le ralentissement économique de 2002 finisse par affecter davantage la branche du bâtiment. Bien que les enquêtes statistiques ne fassent pas encore état d'un ralentissement, les résultats des enquêtes qualitatives semblent confirmer une détérioration de l'activité économique vers la fin 2002. En effet, le pourcentage des entreprises recensées citant l'insuffisance de la demande comme facteur de gêne de production a graduellement augmenté depuis octobre 2002. De même, la durée d'activité assurée s'affiche aussi en baisse depuis le milieu de l'année 2002.

De plus, la décélération de la création d'emploi risque d'exercer un impact sur la demande à la branche. La modération de l'activité s'est aussi traduite par une décélération des prix à la construction tandis que les prix de l'immobilier auraient stagné en 2002 selon des informations anecdotiques. De même, l'évolution des autorisations de bâtir sur les trois premiers trimestres 2002, à savoir une décélération du nombre de logements et du volume bâti, risque d'enrayer l'activité économique en 2003. Seule l'évolution des crédits hypothécaires du secteur résidentiel, indiquant une hausse de 21% en 2002 par rapport à 2001, semble offrir un appui à la branche du bâtiment dans le court terme.

Commerce et autres secteurs

Les données relatives au chiffre d'affaires dans le commerce de détail et le commerce de gros ont subi des ajustements à la baisse, de sorte que la situation se présente désormais moins favorablement. Pour ces deux branches, on recense aussi une décélération de l'activité économique en 2002 par rapport à 2001, tandis que le chiffre d'affaires dans le commerce et la réparation automobile s'est encore accéléré. Les immatriculations de voitures s'inscrivent en hausse avec 1,2%, en progression pour la septième année consécutive.

TABLEAU 11 CHIFFRE D'AFFAIRES EN VALEUR ET IMMATICULATIONS DE VOITURES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2000	2001	2002 ¹³	T4-01	T1-02	T2-02	T3-02	T4-02
Commerce total	8,3	0,1	-1,1	-3,7	-0,9	-0,8	-1,5	
Commerce de détail	1,2	2,9	2,4	5,1	3,8	3,7	-0,3	
Commerce et réparation automobile	6,3	2,8	3,7	0,8	2,4	4,7	4,1	
Commerce de gros	11,6	-1,6	-3,9	-8,2	-3,7	-4,3	-3,6	
Hôtels et restaurants	1,9	0,9	8,3	2,0	6,4	7,3	10,9	
Immatriculations de voitures	3,2	2,0	1,2	8,3	1,8	12,8	-3,1	-3,8

Source : STATEC

13 Les données se rapportent au neuf premiers mois de l'année, sauf pour les immatriculations de voitures (année complète disponible).

Les perspectives pour le commerce sont fonction de la situation économique générale. Ainsi, le commerce de gros ne renouera probablement avec la croissance que lors du redémarrage des demandes internationale et surtout régionale. Le commerce et la réparation automobile semblent plus à l'abri d'un ralentissement en raison de leurs caractéristiques intrinsèques (une part importante du chiffre d'affaires provient des ventes de carburants). En revanche, il reste à voir si le ralentissement conjoncturel ne va pas affecter le comportement des consommateurs en matière d'achats de voitures. La décélération de l'emploi conjuguée à une situation d'incertitude générale risque de peser sur les dépenses de consommation de biens durables des ménages et de contre-balancer un éventuel effet positif de la réforme fiscale des ménages et de l'évolution des salaires. Le développement des activités dans le commerce de détail pourrait subir le même sort.

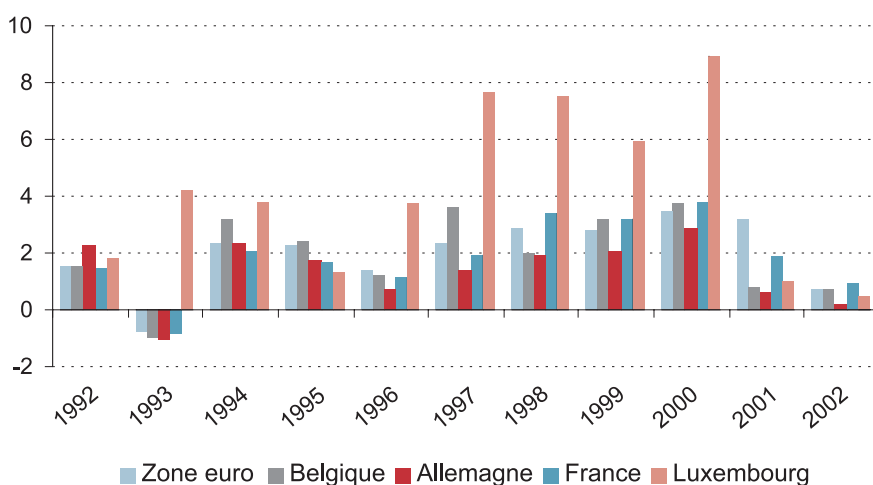
En ce qui concerne les autres secteurs de l'économie luxembourgeoise, la couverture statistique est moins large, de sorte qu'il est plus difficile de se faire une idée précise de l'évolution des activités. Toutefois, étant donné que les moteurs de l'économie luxembourgeoise, à savoir l'industrie manufacturière et le secteur bancaire, traversent une période difficile, il est normal de s'attendre à des répercussions indirectes sur les activités des secteurs dépendants. Selon les données de l'Administration de l'Enregistrement et des Domaines, le chiffre d'affaires accuserait un recul durant les neuf premiers mois de l'année 2002 dans les branches de la communication, les activités immobilières, les activités informatiques ainsi que les services fournis principalement aux entreprises. Seul le transport aurait encore connu une légère progression lors de cette même période. La dégradation générale de la situation économique se trouve également confirmée par l'enquête Eurochambres de la Chambre de Commerce qui indique que l'évolution en 2002 a été pire que ce qui avait été escompté à la fin de l'année 2001 et que la morosité des affaires a davantage affecté les entreprises de services que l'industrie manufacturière.

1.2.3 La croissance économique

Au début du mois d'octobre 2002, une révision des comptes nationaux ainsi qu'une série 'SEC 95' inédite pour la période s'étalant de 1985 à 1994 sont devenues disponibles. A la lumière de ces nouveaux chiffres, la croissance économique en 2001 a connu une sévère décélération. Alors que le PIB avait augmenté en moyenne de 5,4% entre 1990 et 2000, il n'a atteint que 1% en 2001. Cet assombrissement du climat conjoncturel est principalement attribuable à un ralentissement de la croissance des exportations entre 2000 et 2001. Une baisse a même été enregistrée pour les exportations de services (elles ont augmenté de 20,8% en 2000 puis baissé de 0,4% en 2001 ce qui correspond à une contribution à la croissance du PIB de 19,3 points de pour cent en 2000 et de -0,5 point de pour cent en 2001).

Cette atonie est à replacer dans le contexte des pays limitrophes du Luxembourg qui ont eux aussi subi un ralentissement de leur croissance économique en 2001.

GRAPHIQUE 26 CROISSANCE RÉELLE DU PIB AU LUXEMBOURG, DANS LES ÉCONOMIES LIMITROPHES ET DANS LA ZONE EURO (EN %)



Source : EUROSTAT, STATEC

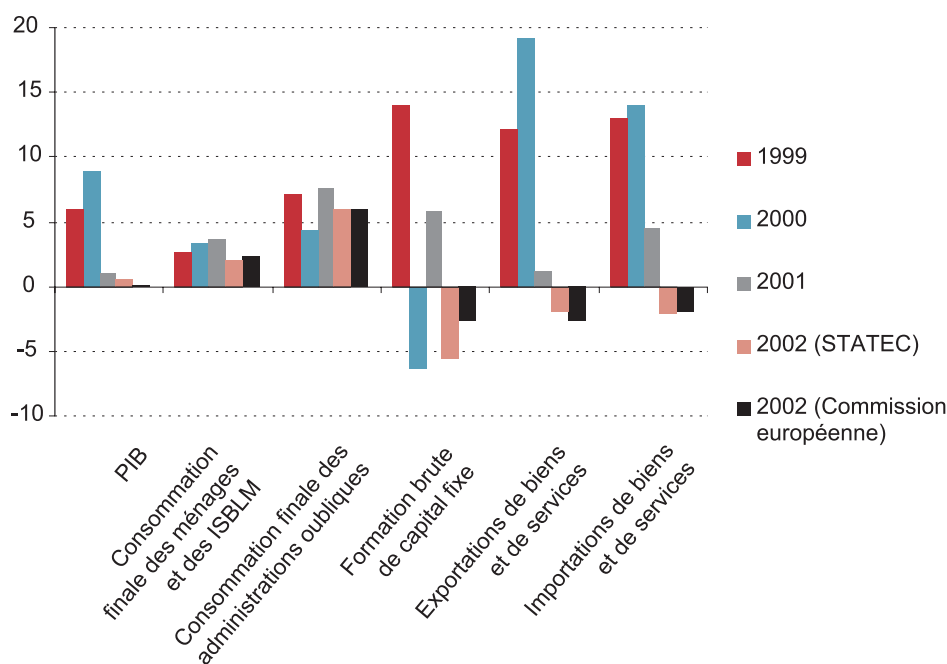
Actuellement, les comptes nationaux définitifs pour 2002 ne sont pas encore disponibles. Selon les premières estimations, une poursuite du ralentissement conjoncturel se dessinerait pour 2002. Le taux de croissance du PIB ne devrait atteindre que 0,5 % en 2002 à la lumière de ces estimations.

En dépit de l'introduction de la réforme fiscale gouvernementale en deux étapes en 2001 et 2002 - réduisant de la pression fiscale sur les ménages - une décélération de la dépense de consommation finale des ménages se manifeste : après avoir connu une croissance de 3,6% en 2001, cette composante de la demande intérieure devrait progresser de seulement 2% en 2002. L'explication d'une telle évolution résiderait dans le fait que, dans un contexte d'incertitude élevée, les ménages auraient accru par prudence leur propension à épargner afin de se protéger des conséquences néfastes d'une éventuelle persistance du ralentissement conjoncturel.

Selon la quatrième actualisation du programme luxembourgeois de stabilité et de croissance, la dépense de consommation finale des administrations publiques devrait connaître une légère décélération, passant de 7,5% à 6% de 2001 à 2002, alors que la formation brute de capital fixe décline fortement (de 5,6% en 2002 après 5,9% en 2001). Cette baisse brutale est attribuable au ralentissement des demandes intérieure et internationale, ce qui a amené les entreprises à différer ou contracter leurs investissements.

Les échanges extérieurs du Luxembourg continuent à être fortement affectés par l'assombrissement du climat conjoncturel en 2002. Sous l'influence du ralentissement des demandes intérieure et internationale, les exportations et importations devraient diminuer de respectivement 2% et 2,1% en 2002. Plus précisément, les exportations de services financiers sont en déclin en raison de la morosité qui a régné sur les marchés boursiers en 2002.

GRAPHIQUE 27 CROISSANCE RÉELLE DU PIB ET DE SES AGRÉGATS ¹⁴ (EN %)



Source : EUROSTAT, STATEC

La production potentielle

L'écart de production représente la divergence entre le niveau de production observé (le PIB) et son niveau potentiel. Un écart négatif signale que l'économie pourrait augmenter sa production en employant des capacités de production (emploi ou capital) encore disponibles. En revanche, un écart

¹⁴ Ce graphique reprend les prévisions du STATEC et de la Commission européenne pour les taux de croissance annuels du PIB et de ses principales composantes pour l'année 2002 en raison de l'indisponibilité de comptes nationaux définitifs pour 2002.

positif signale que le niveau de production effectif dépasse le niveau potentiel (recours aux heures supplémentaires, équipements qui tournent sans arrêt). Les conséquences sur les marchés des facteurs de production font qu'un écart positif est associé à des tensions inflationnistes, tandis qu'un écart négatif est associé à un ralentissement de l'inflation¹⁵.

Le cahier d'études n° 4 de la BCL présentait des estimations de l'écart de production au Luxembourg suivant différentes méthodes. Si elles peuvent fournir des indications utiles quant au cycle conjoncturel, ces estimations sont néanmoins sujettes à plusieurs sources d'incertitude. Dans ses conclusions, le cahier d'études soulignait que l'incertitude peut être liée à la spécification du modèle utilisé, aux valeurs des paramètres estimés ou au niveau des données. Par exemple, la révision des données de comptabilité nationale ou la disponibilité de nouvelles observations prolongeant l'échantillon peuvent influencer les paramètres estimés et ainsi la valeur estimée de l'écart de production pour toutes les années dans l'échantillon. Cet encadré quantifie les effets de tels changements sur l'estimation de l'écart de production selon différentes méthodes.

En octobre 2002, le STATEC a publié des nouvelles données de comptabilité nationale, en recalculant l'écart de production pour les années 1985-1994 selon la méthodologie SEC95 et en apportant des révisions importantes aux années 1995-2001. La partie supérieure du tableau qui suit analyse l'impact de ces révisions sur les estimations de l'écart de production au Luxembourg.

La partie inférieure du tableau analyse l'impact supplémentaire quand l'échantillon (après révision des données) est prolongé jusqu'en 2004 à l'aide des prévisions publiées en décembre par l'OCDE (*Economic Outlook No. 72*).

TABEAU 12 CROISSANCE DU PIB ET ÉCART DE PRODUCTION SELON DIFFÉRENTES MÉTHODES

	Tendance linéaire	Hodrick- Prescott	Harvey- Jaeger	Kuttner	Apel- Jansson	Fonction Production
Impact de la révision des données pour les années 1985-2001						
moyenne	0,00	0,15	-1,31	-0,90	-0,53	-1,38
écart-type	2,52	0,49	2,59	4,40	2,09	1,46
RMS	2,46	0,50	2,85	4,39	2,11	1,99
minimum	-3,01	-0,17	-5,98	-7,83	-3,08	-3,40
maximum	6,74	1,69	3,45	7,50	4,51	2,86
ar(1)	0,74	0,99	-0,14	0,85	0,67	0,43
corrélation	0,75	0,98	0,71	0,40	0,87	0,89
signe	0,27	0,05	0,27	0,36	0,27	0,24
Impact (supplémentaire) du prolongement de l'échantillon en 2002-2004						
moyenne	0,61	0,15	0,77	0,58	0,34	0,11
écart-type	1,25	1,91	2,78	3,27	2,28	0,31
RMS	1,36	1,87	2,82	3,25	2,25	0,32
minimum	-1,41	-2,57	-3,25	-4,26	-4,73	-0,79
maximum	2,62	4,92	6,21	5,43	3,20	0,51
ar(1)	1,00	0,58	0,89	0,79	0,64	0,85
corrélation	0,71	0,82	0,12	0,65	0,90	0,87
signe	0,14	0,05	0,41	0,18	0,27	0,00

Source : calculs BCL

La première ligne du tableau présente l'impact moyen (sur la période 1980-2001) de la révision des données sur l'écart de production estimé. Pour deux méthodes (le modèle à composantes inobservées de Harvey et Jaeger et l'approche par la fonction de production) l'impact moyen sur l'échantillon est de baisser l'écart de production de plus de 1,3% du PIB. Pour la méthode fondée sur la tendance linéaire, l'impact moyen est naturellement zéro parce que cette méthode se base sur les résidus des moindres carrés linéaires. Cependant, un impact moyen près de zéro peut cacher des changements importants qui se compensent parce que de signe opposé. Pourtant, la deuxième ligne présente l'écart-type des

¹⁵ Pour plus de détail, voir l'encadré dans le Rapport Annuel 2001 de la BCL.

changements à l'écart de production induits par la révision des données. On constate que l'impact sur l'écart de production est aussi important pour la méthode par la tendance linéaire que par le modèle de Harvey et Jaeger (2,5%). La troisième ligne présente une statistique analogue, la racine carré de la moyenne des impacts au carré (RMS pour « *root mean squared error* »). Dans le deux cas, la méthode par le modèle de Kuttner révèle les plus importants changements suite à la révision des données (de l'ordre de 4,4%). En effet, les deux lignes suivantes montrent que les changements maximaux apportés à l'écart de production selon cette méthode sont de l'ordre de -7,8% et +7,5% du PIB.

La sixième ligne du tableau présente le coefficient d'autocorrélation de premier ordre des changements apportés à l'écart de production estimé selon les différentes méthodes. Ainsi, pour le filtre de Hodrick et Prescott (HP) l'impact de la révision des données sur l'écart de production est très fortement autocorrélé (une diminution dans une année est probablement suivi par une diminution dans l'année qui suit). Ce résultat est cohérent avec la structure « moyenne mobile » du filtre HP. En revanche, l'impact sur l'écart de production estimé par le modèle de Harvey et Jaeger est très faiblement autocorrélé (-0,14, ce qui n'est pas significativement négatif). La ligne suivante indique la corrélation instantanée entre l'écart de production estimé avant et après révision de données. Ici le filtre HP semble la méthode la plus robuste aux révisions de données, suivi par l'approche par la fonction de production et le modèle à composantes inobservées multivarié d'Apel et Jansson. La dernière ligne présente la proportion de fois que l'écart de production estimé après révision des données porte le signe opposé de celui avant révision des données. Cette fois le filtre HP est nettement supérieur avec changement de signe seulement 5% du temps, tandis que les autres méthodes se regroupent autour de 25% et que le modèle de Kuttner change le signe de l'écart de production pour 36% des observations.

La partie inférieure du tableau présente les mêmes statistiques pour évaluer l'impact sur les estimations de l'écart de production d'un prolongement de l'échantillon (données après révision) jusqu'en 2004 à l'aide des prévisions de l'OCDE. En moyenne sur la période 1980-2001, l'impact est généralement plus faible que celui des révisions aux données. Seule la méthode par les tendances linéaires a un impact plus important (la tendance est estimée de 1980 à 2004, mais l'impact est évalué seulement jusqu'en 2001). Selon l'écart-type et le RMS, l'impact de la prolongation de l'échantillon est nettement moins important que l'impact de la révision des données pour trois des six méthodes considérées (tendance linéaire, modèle de Kuttner, approche par la fonction de production). Pour le filtre HP l'impact du prolongement est quatre fois plus important (cette méthode souffre d'un biais bien connu vers la fin de l'échantillon) et pour le modèle de Harvey et Jaeger ainsi que celui de Apel et Jansson, l'impact du prolongement de l'échantillon est marginalement plus important.

La corrélation entre l'écart de production estimé avec et sans prolongation de l'échantillon est toujours importante pour le filtre HP, le modèle Apel-Jansson et l'approche par la fonction de production. En revanche, la prolongation de l'échantillon induit un changement important dans les estimations de l'écart de production selon le modèle de Kuttner. Quant aux changements de signe, cette fois l'approche par la fonction de production a le meilleur score (aucun changement de signe), même par rapport au filtre HP. En effet, les trois observations supplémentaires peuvent difficilement changer la valeur estimée du paramètre de la fonction de production. En revanche, les paramètres estimés pour les modèles à composantes inobservables sont beaucoup plus sensibles à des tels changements, tout comme les valeurs de leurs « variables état » (c'est-à-dire l'écart de production). Le succès rapporté ici par l'approche par la fonction de production reflète le fait qu'elle utilise le filtre HP pour extraire le taux de chômage d'équilibre, à différence de la nouvelle méthode adoptée par la Commission européenne qui utilise un modèle à composantes inobservées pour cette finalité.

Jusqu'ici l'analyse s'est fondée sur l'ensemble des années 1980-2001, cependant la politique économique s'intéresse surtout aux années les plus récentes. C'est pourquoi la fiabilité des différentes méthodes d'estimation de l'écart de production est normalement évaluée par des analyses récursives¹⁶. L'absence de données trimestrielles au Luxembourg s'oppose à une telle démarche. Cependant, on peut se concentrer sur les deux dernières observations de l'échantillon à disposition (les années 2000 et 2001). Il est important de noter qu'elles constituent un retournement dans le cycle conjoncturel, endroit auquel la plupart des méthodes auront tendance à sous-estimer l'écart de production. Le tableau suivant présente l'écart de production estimé pour ces deux années selon les différentes méthodes. La partie supérieure se fonde sur les données avant révision, la partie centrale sur les données après révision et la partie inférieure sur les données après révision avec un échantillon prolongé jusqu'en 2004.

Pour les années 2000 et 2001, la révision des données a accentué le retournement conjoncturel dans la

croissance observée du PIB. Ainsi, l'écart de production selon la méthode des tendances linéaires devient plus positif en 2000 et change de signe en 2001. Le même comportement est visible pour le filtre HP. Avec les données révisées, l'écart de production selon le modèle de Harvey et Jaeger a une évolution bien différente, anticipant le retournement déjà en 2000 et réduisant l'écart négatif en 2001.

TABLEAU 13 CROISSANCE DU PIB ET ÉCART DE PRODUCTION SELON DIFFÉRENTES MÉTHODES

	ΔPIB	Tendance linéaire	Hodrick- Prescott	Harvey- Jaeger	Kuttner	Apel- Jansson	Fonction Production
1980-2001 : avant révision (mai 2002)							
2000	7,5%	2,9%	1,6%	0,0%	1,7%	2,1%	3,0%
2001	3,5%	1,0%	-0,8%	-5,2%	-0,6%	1,0%	2,7%
1980-2001 : après révision 1985-2001 (octobre 2002)							
2000	8,9%	3,3%	3,6%	-2,0%	6,9%	3,1%	2,7%
2001	1,0%	-0,9%	-0,8%	-1,7%	3,0%	-0,9%	0,0%
1980-2004 : révision 1985-2001 + prévisions 2002-2004 OCDE (décembre 2002)							
2000	8,9%	5,8%	6,3%	4,2%	2,6%	3,2%	2,5%
2001	1,0%	1,7%	2,9%	3,3%	2,4%	2,3%	-0,8%
2002	0,8%	-2,5%	-0,7%	1,3%	1,5%	2,5%	-2,7%
2003	2,5%	-5,1%	-2,5%	-0,6%	0,1%	1,0%	-4,1%
2004	4,5%	-5,7%	-3,3%	-1,9%	-1,1%	0,2%	-3,5%

Source : calculs BCL

Le modèle de Kuttner tient compte non seulement de l'évolution du PIB mais aussi de l'inflation des prix. La révision vers le haut de la croissance réelle en 2000 se combine avec la remontée de l'inflation en 2000 et 2001 pour augmenter l'écart positif en 2000 et changer le faible écart négatif en 2001 en un écart largement positif (+3%). La méthode d'Apel et Jansson tient compte non seulement de l'inflation mais aussi de l'évolution du chômage. L'effet des révisions en 2000 est semblable à celui pour la méthode de Kuttner, mais l'effet en 2001 est l'inverse. Enfin, pour l'approche par la fonction de production, la révision des données a un effet marginal sur l'estimation de l'écart de production en 2000 et en 2001 l'écart de +2,7% disparaît.

Dans la partie inférieure du tableau on constate que l'écart de production en 2000 devient fortement positif pour l'ensemble des méthodes quand l'échantillon est prolongé. Il y a une diminution de l'écart estimé seulement pour la méthode de Kuttner et, dans une moindre mesure, pour celle par la fonction de production. Pour l'année 2001, l'écart a changé de signe pour toutes les méthodes, sauf celle de Kuttner. Pour la plupart des méthodes l'écart change de négatif (quand l'échantillon s'arrête juste après le retournement) à positif. En revanche, selon la méthode par la fonction de production il change de zéro à -0,8% (il était de +2,7% avant révision des données). Cet exercice illustre la vulnérabilité de ces méthodes faces à des révisions et face à l'apparition de nouvelles observations.

Quant aux années après 2001, en utilisant les prévisions de l'OCDE, trois méthodes anticipent un écart négatif en 2002, quatre en 2003 et cinq en 2004. Cela suggère que le niveau de la production potentielle au Luxembourg pourrait augmenter rapidement même si la reprise de la croissance à l'étranger est modeste.

Perspectives pour l'économie luxembourgeoise

L'économie luxembourgeoise a traversé une période difficile depuis le milieu de l'année 2001 et seuls des comptes nationaux trimestriels pourront nous dévoiler si le Luxembourg s'est trouvé ou se trouve encore en récession. Au début de l'année 2003, les perspectives macroéconomiques ne se sont pas significativement améliorées. Au contraire, elles restent empreintes du climat d'incertitude présent depuis la mi-2002. Les tensions géopolitiques avec la menace d'un conflit armé contre l'Iraq ont entraîné un prix du pétrole qui s'est établi à des niveaux très élevés et qui risque de peser sur l'activité économique. De même, la volatilité élevée des marchés boursiers semble témoigner de l'aversion des investisseurs vis-à-vis du risque. Bien qu'on puisse admettre ou espérer que cette période d'incertitude

s'estompera tôt ou tard, il serait erroné de compter par la suite sur un rebond conjoncturel rapide, tant dans les grands blocs économiques qu'au Luxembourg. Dans la zone euro, l'absence de déséquilibres macroéconomiques majeurs tels que l'endettement des ménages ou du secteur privé ainsi que le relâchement monétaire devraient favoriser la relance économique. En revanche, la reprise est freinée par l'évolution de l'économie outre-Atlantique qui souffre encore des répercussions de l'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés boursiers, ainsi que du surinvestissement dans certains secteurs, de sorte que la période de transition vers le potentiel de croissance sera sans doute plus longue que d'habitude.

Le scénario souvent avancé est celui d'une dépréciation plus importante du dollar face à l'euro, ce qui aiderait à résorber certains déséquilibres persistant depuis quelques années et en particulier le déficit de la balance courante aux Etats-Unis, tout en affectant également la zone euro via une demande étrangère faible. Le Vieux Continent devrait par conséquent s'appuyer sur la demande domestique, pourtant peu dynamique ces dernières années.

Une croissance économique molle dans la zone euro impliquerait que le Luxembourg doive également se familiariser avec des taux de progression du PIB normalisés. La faiblesse outre-Atlantique et dans la zone euro pèserait sur les exportations, moteur principal de notre croissance. D'un côté, le commerce de biens en pâtirait probablement directement. De l'autre côté, les exportations de services financiers, comptant pour 42% des exportations totales en 2001, devraient subir le même sort, sauf à compter sur une reprise des marchés financiers, ce qui est cependant improbable dans un contexte de faible demande. En effet, l'état de la conjoncture finira par se répercuter sur les bénéfices des entreprises, *in fine* la force motrice de l'évolution des cours boursiers. Bien que la consommation domestique ne devrait dans une première phase, pas trop souffrir d'une croissance piétinante en raison des fondamentaux encore solides, elle ne pourra pas non plus offrir un soutien à la relance. Dans une petite économie ouverte telle que le Luxembourg, où la croissance dépend de la vigueur de l'expansion dans les économies voisines, il s'agit avant tout d'éviter que des déséquilibres internes naissent et se superposent à un environnement international déjà peu propice. Etant donné que la rentabilité des entreprises a vraisemblablement été sérieusement entravée pour la deuxième année consécutive par le rétrécissement de la demande, il importe de veiller à la maîtrise des coûts et, en l'occurrence, de préserver une modération salariale, qui puisse à la fois permettre aux entreprises de rester compétitives dans un contexte conjoncturel difficile et d'endiguer les pressions inflationnistes d'origine interne (voir encadré sur les différentiels d'inflation du Luxembourg avec les pays voisins).

1.2.4 Le secteur financier

1.2.4.1 Les institutions financières monétaires (IFM)

Contrairement à l'année 2001, au cours de laquelle la somme des bilans du secteur des IFM a fait preuve d'une croissance très prononcée, l'année 2002 affiche des évolutions contrastées. Alors que les cinq premiers mois de l'année ont été marqués par une nette augmentation du volume d'activité, mesuré par la somme des bilans, ce dernier n'a cessé de régresser tout au long du restant de l'année pour finalement s'élever à 781 344 millions d'euros au 31 décembre 2002. On notera cependant que la somme de bilan agrégée moyenne des IFM s'est élevée à 792 611 millions d'euros en 2002, soit une hausse de 5,1% par rapport à l'année 2001 où elle s'élevait à 754 500 millions d'euros.

Au 31 décembre 2002, la somme de bilan agrégée des IFM s'élevait à 781 344 millions d'euros, soit une baisse de 4,3% par rapport à la même date de l'année précédente. Ce recul a été accompagné d'une réduction nette du nombre des IFM établies au Luxembourg, provenant de l'effet conjugué d'une suppression de 12 établissements de crédit ainsi que d'une diminution de 52 OPC monétaires. Ainsi, au 31 décembre 2002, la place financière comptait 554 institutions financières monétaires, ce qui représente une diminution nette de 64 unités par rapport au 31 décembre de l'année 2001.

1.2.4.2 Les établissements de crédit

L'année 2002, qui ne représente pas une année record en ce qui concerne les fusions et acquisitions à l'échelle internationale, a cependant vu plusieurs fusions bancaires au Luxembourg. Ce phénomène s'explique assez naturellement par le fait que plusieurs regroupements bancaires internationaux, ayant eu lieu au cours des dernières années, n'ont montré leurs effets sur le paysage bancaire luxembourgeois

qu'avec un certain décalage. Ainsi, tout comme en 2001, le monde bancaire luxembourgeois a vécu 9 fusions, qui résultent majoritairement de regroupements préalables des sociétés mères étrangères.

TABLEAU 14 LE DÉVELOPPEMENT DES FUSIONS ET ACQUISITIONS AU LUXEMBOURG

Etablissements fusionnés ou absorbés	Etablissements émergés de fusions ou établissements absorbants	Date
Banca Intesa International S.A.	Société Européenne de Banque S.A.	01.01.2002
DekaBank Luxembourg S.A.	Deutsche Girozentrale International S.A.	01.01.2002
Kölner Bank eG, Niederlassung Luxembourg Volksbank Hannover eG, succ. de Luxembourg	KHB International S.A. Luxembourg	01.03.2002
Banque Leu (Luxembourg) S.A.	Crédit Suisse (Luxembourg) S.A.	25.03.2002
Banca Popolare de Verona - S. Geminiano e S. Prospero Scarl, succursale de Luxembourg	Banca Popolare di Novara SCARI	01.06.2002
Artesia Bank Luxembourg S.A.	Banca Lombarda International S.A.	22.07.2002
Banque Ferrier Lullin (Luxembourg) S.A.	UBS (Luxembourg) S.A.	31.08.2002
Dexia Nordic Private Bank Luxembourg S.A.	Dexia - Banque Internationale à Luxembourg	01.11.2002
Banco di Sicilia International S.A.	Banco di Roma International S.A.	16.12.2002

Source: BCL

Les fusions bancaires ne permettent pas seulement aux établissements de s'agrandir, mais rendent possible l'élargissement de leur champs d'activités sans devoir passer par des phases de développement parfois longues et coûteuses. Ainsi, deux établissements spécialisés dans des branches d'activités distinctes peuvent, par le biais d'une fusion, former un groupe financier offrant une gamme complète de services financiers (banque commerciale, banque d'investissement, bancassurance, etc.) tout en recherchant des structures efficaces.

La fusion permet donc de créer un groupe puissant et diversifié en matière de services offerts, nettement plus apte à affronter la concurrence domestique et internationale qui, avec l'intégration croissante du marché financier européen, devient de plus en plus pressante. Ce mouvement de concentration, intervenu dans l'environnement bancaire international au cours des années 1990, a tout naturellement conduit à la réduction du nombre des établissements de crédit actifs au Luxembourg.

Les fusions n'aboutissent pas uniquement à de simples regroupements destinés à la création d'un groupe diversifié, mais elles peuvent mener à la création d'entités spécialisées au sein d'un groupe multinational. La recherche de structures efficaces, par le biais de fusions et/ou acquisitions, s'effectue dans un environnement donné qui peut substantiellement varier d'un pays à l'autre en fonction d'aspects fiscaux ou légaux par exemple. Les contraintes et/ou opportunités exogènes qui encadrent le développement des activités bancaires dans les pays européens sont telles que la spécialisation des entités luxembourgeoises a souvent été orientée vers la banque privée et les fonds d'investissement au détriment de la banque commerciale. L'engagement dans cette voie n'est cependant pas sans risques ; la persistance du climat morose sur les marchés financiers au cours des deux dernières années a eu un impact important sur les performances des banques qui se livrent exclusivement à l'exercice de fonctions liées à la gestion de fortune. De plus, celles qui se sont spécialisées dans les fonds d'investissement ont également souffert, bien que dans une mesure moindre que celles dont le seul centre de revenus est la gestion privée d'actifs. Toutefois, comme un redressement des activités ne semble pas acquis dans l'immédiat, le monolithisme pratiqué par certains groupes financiers, consistant à limiter quasi exclusivement les activités au Luxembourg au *private banking*, pourrait encore donner lieu à un recul du nombre de banques parce que ces entités spécialisées seraient susceptibles de ne pas disposer de la rentabilité nécessaire pour survivre dans un environnement de plus en plus hostile.

Les fusions à elles seules ne permettent cependant pas d'expliquer le repli du nombre de banques au Luxembourg, qui est renforcé par plusieurs liquidations bancaires, ainsi que par deux transformations de banques en d'autres professionnels du secteur financier (PSF).

L'évolution en nombre

Au 31 décembre 2002, la place financière comptait 177 établissements de crédit. Il s'agit de

122 établissements de crédit de droit luxembourgeois et de 55 établissements de crédit de droit étranger. Le développement des activités internationales des établissements de crédit luxembourgeois s'est stabilisé à un niveau élevé et s'est soldé au 31 décembre 2002 par l'existence de 22 succursales implantées en dehors du territoire national. 14 succursales sont établies dans un autre Etat membre de l'Union européenne alors que 8 succursales sont implantées hors de l'Union européenne.

Les développements de concentration et le repli subséquent du nombre de banques n'ont que marginalement été compensés par l'implantation de deux entités nouvelles au Luxembourg sous forme de succursales de banques étrangères. A coté de ces deux implantations, on notera également la transformation d'une succursale en filiale ainsi que trois liquidations de banques et deux transformations de banque en PSF.

TABLEAU 15 ÉVOLUTION DU NOMBRE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

En fin de période	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Établissements de crédit implantés au Luxembourg	176	220	221	215	209	210	202	189	177
1. Établissements de crédit de droit public luxembourgeois	2	2	2	2	2	2	2	2	2
2. Sociétés anonymes de droit luxembourgeois	143	148	148	143	137	135	132	121	115
3. Sociétés coopératives	1	2	2	2	2	2	2	2	2
4. Succursales de banques originaires non CE	9	8	8	7	7	8	8	7	7
5. Succursales de banques originaires CE	21	60	61	61	61	60	55	54	48
6. Banques d'émission de lettres de gage	-	-	-	-	-	3	3	3	3

Source: BCL

L'évolution de la somme des bilans

Après plusieurs années de croissance soutenue, le volume des activités, mesuré par la somme des bilans, a connu un net déclin au cours de l'année 2002.

Au 31 décembre 2002, la somme des bilans des établissements de crédit s'est établie à 662 618 millions d'euros, soit une baisse de 58 382 millions d'euros par rapport au 31 décembre 2001, date à laquelle elle s'élevait à 721 000 millions d'euros.

La somme de bilan agrégée des banques, qui affichait des taux annuels de croissance positifs depuis 1970, a donc fléchi de 8,1% au cours de l'année 2002. La baisse de la somme des bilans s'explique par l'environnement économique défavorable au niveau mondial, mais doit également être vue à la lumière de la diminution du nombre des établissements de crédit actifs sur la place financière : 177 à la fin de l'année 2002 contre 189 au 31 décembre 2001.

Alors que le recul du nombre de banques, observé au cours des dernières années, n'avait pas empêché le développement de la somme moyenne de bilan par établissement. Cette dernière a subi un renversement de tendance en 2002 avec une diminution de 1,9%.

Le recul du volume des activités, observé au cours de l'année 2002, n'a pas été linéaire. Alors que les cinq premiers mois de l'année 2002 étaient déjà marqués par des évolutions défavorables, le repli de la somme des bilans s'est accentué au cours des derniers mois. La somme moyenne des bilans sur l'année 2002, qui s'est élevée à 687 037 millions d'euros, montre néanmoins une légère progression de 0,2% par rapport à la moyenne annuelle observée en 2001.

La réduction de la somme des bilans, au cours du dernier trimestre, trouve ses explications dans la faiblesse de l'activité économique au niveau européen ainsi que dans la réduction du nombre des établissements de crédit. En effet, les activités bilantaires des banques luxembourgeoises sont largement portées par le développement dans les pays avoisinants. Ce raisonnement est amplement démontré lorsque l'on met en relation l'importance du PIB avec la somme des bilans des banques. Ce ratio était de 33 à 1 à la fin de l'année 2001 alors qu'il était de 31 à 1 à la fin de l'année 2000, ce qui démontre à quel point les activités bilantaires des banques luxembourgeoises sont orientées vers les économies voisines. Dans ce contexte, on note évidemment que le ralentissement économique dans la zone euro constitue un sérieux frein au développement des activités des banques luxembourgeoises. Par ailleurs, la diminution du nombre de banques influence également le repli de la somme des bilans. De plus, les

9 fusions, bien qu'elles ne génèrent pas nécessairement une suppression d'activité, engendrent cependant la suppression des volumes d'activités entre les banques impliquées dans une fusion. Sachant que la place financière se caractérise par des volumes d'actifs et de passifs interbancaires conséquents, toute fusion entre deux banques de la Place engendre nécessairement un certain recul du volume d'activités.

La structure et les composantes du bilan agrégé

L'analyse du développement des activités bilantaires fait ressortir que les variations des opérations interbancaires en cours d'année ont eu une nette influence sur la somme des bilans. La structure du bilan agrégé démontre le poids croissant de l'activité interbancaire dans les bilans des banques luxembourgeoises. Ainsi, fin 2002, les créances interbancaires représentaient 52,2% du total des actifs du bilan agrégé, soit 346 217 millions d'euros, contre 50,8% fin 2001. Leur diminution de 20 271 millions d'euros en un an (5,5%) représente 34,7% de la variation globale de la somme des bilans (58 382 millions d'euros). Les créances sur la clientèle se sont également contractées avec une nette accentuation vers la fin de l'année 2002. Ainsi, au 31 décembre 2002, elles affichaient une baisse de 11,9%, soit 17 095 millions d'euros, pour s'élever à 126 653 millions d'euros, ce qui représente une part relative de 19,1% du total du bilan agrégé. Les portefeuilles de titres ont été réduits de 4,6% pour s'élever à 168 605 millions d'euros au 31 décembre 2002. Toutefois, en raison de la baisse de 8,1% du volume total des activités au cours de l'année 2002, leur part relative dans le total des actifs a augmenté de 24,5% à 25,4%. Ce ralentissement de la conjoncture au Luxembourg augmente considérablement l'intérêt d'une analyse plus approfondie des créances sur la clientèle luxembourgeoise. Compte tenu de l'évolution économique défavorable, on pourrait s'attendre à une baisse de la demande de crédit de la part des sociétés non financières ainsi que des ménages luxembourgeois.

TABLEAU 16 ÉVOLUTION DE LA STRUCTURE DES POSTES CLÉS DU BILAN DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

(En % de la somme des bilans)							
En fin de période	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Actif							
Avoirs en banque	55,7	54,4	53,1	48,4	49,3	50,8	52,2
Débiteurs	18,5	18,7	18,2	19,6	19,8	19,9	19,1
Portefeuille effets et titres	21,9	22,5	23,9	25,5	26,6	24,5	25,4
Autres actifs	3,9	4,4	4,8	6,5	4,4	4,7	3,2
Passif							
Engagements envers les banques	46,1	46,6	47,5	49,4	45,7	48,0	47,4
Créanciers	39,4	37,6	35,4	32,4	34,7	31,5	31,8
Dettes représentées par un titre	6,0	6,9	7,5	8,2	10,2	11,1	12,0
Autres passifs	8,5	8,9	9,6	10,0	9,3	9,3	8,8

Source: BCL

En ce qui concerne les sociétés non financières luxembourgeoises, on constate en effet un ralentissement de la demande de crédits qui s'est accentué au cours du dernier trimestre de l'année 2002. Les crédits aux sociétés non financières luxembourgeoises, analysés sur base annuelle, affichaient un taux de croissance moyen proche de 15% depuis le début de l'année 2000 et ce jusqu'en mars 2002 où le taux de croissance annuel s'élevait à 9,5%. Après un bref sursaut en juin 2002, les taux de croissance annuels sont tombés à respectivement 2,1% et 0,1% en septembre et décembre 2002. Les crédits accordés aux sociétés non financières luxembourgeoises s'élèvent, en termes bruts, à 6 879 millions d'euros au 31 décembre 2002. Ce développement est en phase avec le ralentissement conjoncturel au Luxembourg.

Les crédits immobiliers accordés aux ménages sont, quant à eux, sujets à une analyse plus contrastée. D'une part, la demande pour des crédits immobiliers destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg s'est sensiblement accélérée au cours de l'année 2002 et, d'autre part, le volume des crédits immobiliers ne s'accroît que faiblement.

Concernant la demande pour des crédits immobiliers destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg, on notera que le montant des crédits nouvellement accordés durant l'année 2002 s'est élevé à 3 131 millions d'euros, contre 2 734 millions d'euros en 2001 ou 2 314 millions d'euros en 2000. Alors que la demande pour des crédits destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg s'est stabilisée à un niveau moyen de quelque 750 millions d'euros au cours des neufs premiers mois de l'année, elle s'est nettement accélérée au cours du dernier trimestre en atteignant un niveau de 893 millions d'euros. Cette hausse peut s'expliquer par la conjugaison de plusieurs facteurs. D'une part, les banques luxembourgeoises ont rapidement annoncé qu'elles transmettraient intégralement à leur clientèle dès le 1er janvier 2003 la baisse des taux directeurs (0,5%) de la BCE, survenue début décembre 2002. D'autre part, le dernier trimestre se caractérise traditionnellement par un niveau élevé de demandes pour des crédits immobiliers puisque les clients font leur demande de crédit au cours des derniers mois de l'année afin d'obtenir un accord de financement et des moyens dans le but de commencer leur construction au printemps.

L'évolution positive tant de la demande de crédits nouveaux que du montant des crédits utilisés paraît contradictoire lorsqu'on la met en relation avec les derniers recensements du nombre d'autorisations de bâtir qui montre un net déclin au cours des neuf premiers mois de l'année 2002. Toutefois, la demande croissante de crédits d'un montant élevé ne se justifie pas seulement par le nombre des acquisitions/constructions, mais également par le niveau élevé des prix des constructions et surtout des prix des terrains à bâtir.

Notons finalement que l'encours des crédits immobiliers à des ménages luxembourgeois s'élevait à 6 594 millions d'euros au 31 décembre 2002, ce qui constitue une hausse de 4,3% sur base annuelle par rapport aux 6 105 millions d'euros au 31 décembre 2001.

Les crédits à la consommation, accordés à des ménages luxembourgeois continuent également un développement élevé avec un taux de croissance annuel de 6% pour se chiffrer à 705 millions d'euros, dont 553 avec une échéance initiale entre 1 et 5 ans, au 31 décembre 2002. Les crédits à la consommation sont essentiellement destinés à financer des dépenses de consommation à court et à moyen terme, telles que des achats de voitures, de mobilier, d'équipements informatiques et audiovisuels etc. La bonne tenue de ces crédits à la consommation semble indiquer que les ménages luxembourgeois ne se sentent pas encore trop affectés par le ralentissement conjoncturel.

TABLEAU 17 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 2002/12
	2001/12	2002/11	2002/12	2001/12 - 2002/12		2002/11 - 2002/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	366 488	343 969	346 217	-20 271	-5,5	2 248	0,7	52,2
Créances sur la clientèle	143 748	129 209	126 653	-17 095	-11,9	-2 556	-2,0	19,1
Portefeuille titres	176 787	172 456	168 605	-8 182	-4,6	-3 851	-2,2	25,4
Autres actifs	33 977	22 027	21 143	-12 834	-37,8	-884	-4,0	3,2
Total de l'actif	721 000	667 661	662 618	-58 382	-8,1	-5 043	-0,8	100,0

Source: BCL

L'analyse du passif bilantaire agrégé met en évidence que les dettes interbancaires représentaient 47,4% du total du bilan agrégé au 31 décembre 2002, soit 314 052 millions d'euros, alors qu'au 31 décembre 2001 leur part relative était de 48%. En termes bruts, elles ont diminué de 32 370 millions d'euros sur l'année (9,3%), occasionnant ainsi 55,4% de la variation globale de la somme des bilans. Au cours de la même période, les dettes envers la clientèle ont baissé de 16 879 millions d'euros (7,4%) sur une base annuelle et s'élevaient à 210 540 millions d'euros au 31 décembre 2002.

TABLEAU 18 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
	2001/12	2002/11	2002/12	2001/12 - 2002/12		2002/11 - 2002/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	346 422	317 746	314 052	-32 370	-9,3	-3 694	-1,2	47,4
Dettes envers la clientèle	227 419	211 114	210 540	-16 879	-7,4	-574	-0,3	31,8
Dettes représentées par un titre	79 903	81 031	79 531	-372	-0,5	-1 500	-1,9	12,0
Autres passifs	67 255	57 770	58 495	-8 760	-13,0	725	1,3	8,8
Total du passif	721 000	667 661	662 618	-58 382	-8,1	-5 043	-0,8	100,0

Source: BCL

Les banques luxembourgeoises se sont en proportion davantage refinancées par des émissions de titres (sous forme de titres de créances et de titres monétaires) que par la collecte de dépôts. Ainsi, le passif du bilan agrégé indique que les titres de créances émis ont augmenté de près de 2 594 millions d'euros (+5,0%), pour s'établir à 54 900 millions d'euros, soit 8,3% du total des bilans fin 2002. Les instruments du marché monétaire inscrits au passif se caractérisent en revanche par un repli (2 967 millions, 10,7%), passant de 27 598 millions d'euros au 31 décembre 2001 à 24 631 millions au 31 décembre 2002, soit 3,7% du total du passif. Ces deux instruments se sont donc globalement affaiblis de 372 millions d'euros, soit 0,6% de la variation totale de la somme des bilans. Leur part relative augmente cependant dans la structure du bilan agrégé, passant de 11,1% au 31 décembre 2001 à 12,0% au 31 décembre 2002.

En ce qui concerne plus particulièrement les dépôts effectués par les ménages luxembourgeois auprès des établissements de crédit, on notera une nette reprise au cours des six derniers mois de 2002, malgré des taux de rendement très faibles. En effet, alors que le taux de croissance annuel moyen n'était que de 0,5% entre septembre 1999 et mars 2002, il est passé à 8,3% de juin à septembre 2002 et s'élevait à 14,1% au 31 décembre 2002. L'analyse de ces données démontre donc assez nettement que les ménages luxembourgeois se tournent à nouveau davantage vers les produits classiques de l'épargne, à savoir les dépôts en banque. Cette réorientation de l'épargne, qui se fait à un moment où les rendements apurés de l'inflation sont faibles, s'explique essentiellement par un retour vers des investissements sans risques. En effet, bon nombre des petits épargnants s'est orienté vers les actions à un moment où les cours boursiers avaient déjà pris leur envol. Ainsi, en raison d'un investissement tardif, une large majorité des investisseurs non avertis n'a pas été en mesure de réaliser, aussi rapidement qu'ils l'avaient espéré, les importantes plus-values espérées. Le public a donc commencé à se détourner des produits boursiers pour se réorienter vers les produits plus classiques. Ce mouvement s'est amplifié au cours des six derniers mois, sous la persistance du climat boursier défavorable et de la chute des indices. Dans ce contexte, on notera aussi que, depuis juin 2002, les OPC luxembourgeois ont connu plusieurs mois de désinvestissement net, ce qui tend à montrer qu'en temps de difficultés économiques la recherche de valeurs sûres prime les rendements.

L'utilisation des instruments financiers dérivés

Après une très sensible augmentation du montant des contrats de produits dérivés détenus par les banques luxembourgeoises en 2001, l'année 2002 se caractérise par un net recul de l'encours de ces produits.

Ainsi, exclusion faite des chiffres relatifs aux succursales de banques originaires de pays de l'Union européenne, on constate une baisse de 15,1% (- 112 688 millions d'euros) du montant global des contrats détenus : celui-ci s'élève à 633 704 millions d'euros, contre environ 746 392 millions fin 2001 ou 469 386 millions d'euros fin 2002. Dans ces conditions, la valeur de ces contrats représente 114,4% de la somme des bilans des établissements de crédits en question, contre 126,7% à la fin de l'année précédente.

Cette forte variation provient essentiellement de l'effondrement de l'utilisation des options traitées sur

les marchés organisés qui ont chuté de 92,5% : leur montant notionnel s'élève ainsi à 10 708 millions d'euros. Leur encours a diminué de 132 059 millions d'euros en termes bruts. Alors que l'encours des autres produits demeure à un niveau plus ou moins identique à celui observé en fin d'année 2001, la part relative des options baisse considérablement au 31 décembre 2002 et ne représente plus que 4,6% du montant total des contrats de produits dérivés détenus alors que fin 2001 elle représentait encore 22,3%.

Les *Future* ou *Forward Rate Agreements* (FRA) connaissent également une diminution de leur utilisation (- 41,8% en un an), et représentaient un montant de 22 161 millions d'euros au 31 décembre 2002.

La part globale des contrats échangés sur les marchés organisés a ainsi nettement diminué pour se situer à 3,3% au 31 décembre 2002 contre 20,3% au 31 décembre 2001, accentuant ainsi la prédominance des contrats échangés de gré à gré.

TABLEAU 19 ÉVOLUTION DE L'UTILISATION DE DIVERS INSTRUMENTS FINANCIERS DÉRIVÉS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ^{(1) (2)}

En fin de période	1999		2000		2001		2002	
	millions d'euros	en % de la somme des bilans	millions d'euros	en % de la somme des bilans	millions d'euros	en % de la somme des bilans	millions d'euros	en % de la somme des bilans
1. Interest rate swaps ⁽³⁾	385 933	78,3	375 837	70,8	535 841	91,0	574 164	103,7
2. Future ou forward rate agreements	31 754	6,4	22 646	4,3	38 056	6,5	22 161	4,0
dont : over the counter	29 459	6,0	20 776	3,9	35 275	6,0	20 331	3,7
dont : marché organisé	2 295	0,5	1 870	0,4	2 781	0,5	1 829	0,3
3. Futures (devises, intérêts, autres cours)	12 339	2,5	6 958	1,3	5 887	1,0	8 214	1,5
4. Options (devises, intérêts, autres cours)	28 081	5,7	63 944	12,1	166 607	28,3	29 166	5,3
dont : over the counter	13 074	2,7	14 412	2,7	23 841	4,0	18 458	3,3
dont : marché organisé	15 007	3,0	49 532	9,3	142 767	24,2	10 708	1,9
5. Total	458 106	93,0	469 386	88,5	746 392	126,7	633 704	114,4
6. Somme des bilans	492 690		530 547		588 870		553 759	

Source: BCL

(1) A l'exclusion des succursales des établissements de crédit originaires d'un pays membre de l'Union européenne

(2) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles

(3) Comprenant aussi les cross currency interest rate swaps

Les chiffres relatifs à l'ensemble des banques de la Place (y compris succursales originaires de pays de l'Union) confirment cette analyse.

En effet, le montant total des opérations sur produits dérivés s'établit à 980 505 millions d'euros, soit 1,48 fois le montant de la somme des bilans de ces établissements (662 618 millions d'euros).

Les opérations liées aux taux d'intérêt représentent la majeure partie de ces opérations, soit 718 528 millions d'euros (73,3% du total), et sont en hausse de 4,8% (+ 33 226 millions d'euros).

Les opérations liées aux taux de change connaissent en revanche une baisse importante : - 21,0%, pour s'établir à 240 631 millions d'euros fin décembre 2002 (24,5% du total).

Enfin, les opérations liées à d'autres types de sous-jacents connaissent également une baisse sensible: - 89,0% en 2002 (après une hausse de 183,0% en 2001), pour s'élever à 21 345 millions d'euros au 31 décembre 2002 (2,2% du total).

1.2.4.3 Les emplois dans le secteur financier

A l'instar des années précédentes, la place financière a été marquée par des mouvements de concentration au cours de l'année 2002. Suite aux fusions et/ou acquisitions entre banques, aux liquidations de banques ainsi qu'à la transition de certaines banques en PSF, le nombre des banques a continué son mouvement à la baisse. Ainsi, face à dix fusions, l'année 2002 n'offre que quatre créations d'établissements nouveaux dont deux sont issus d'une fusion et du changement de statut de succursale en filiale.

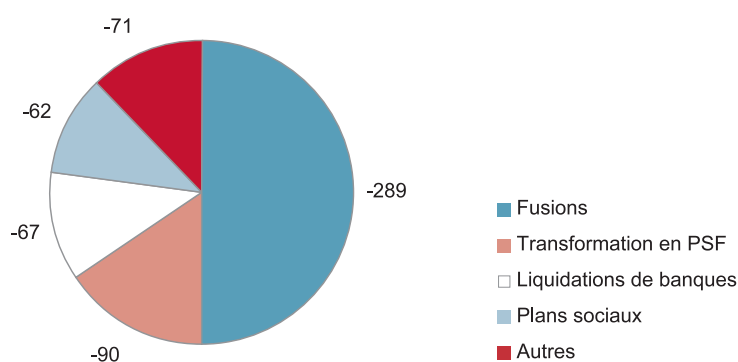
Lors d'une fusion/acquisition entre banques, un des objectifs est de réaliser des rendements d'échelle, ce qui se traduit par la réduction des frais et donc, sous réserve d'une extension de l'activité, également par des réductions d'effectif. Dans le passé, la réduction d'emplois dans le cadre de fusions/acquisitions bancaires a relativement peu touché la place financière, continuellement en expansion par la diversification des services offerts et la création de nouvelles opportunités. Cependant, la situation a nettement évolué au cours des douze derniers mois. En 2002, le secteur bancaire a diminué ses effectifs de 579 unités ce qui représente une baisse de 2,5% par rapport au niveau observé au début de l'année.

Le fait remarquable des premières réductions d'emplois dans les banques ne devrait cependant pas cacher la quasi-stabilité de l'emploi dans les établissements de crédit luxembourgeois. En effet, d'autres places financières, telles que Francfort et Londres, connaissent des réductions de leur effectif nettement plus importantes, ce qui indique que le secteur bancaire luxembourgeois est moins en proie aux problèmes que ne le sont ses concurrents.

Cette vue des choses se confirme par le fait que les banques ayant fusionné au cours de l'année ont diminué leurs effectifs de 289 unités, ce qui représente presque la moitié de la baisse totale de l'effectif dans le secteur bancaire.

De plus, à côté de l'impact des fusions, on notera que certains groupes internationaux devaient annoncer des plans sociaux en raison du ralentissement continu de la conjoncture mondiale. En effet, ces groupes ont procédé à des restructurations, ce qui a rendu inévitable un certain nombre de licenciements sur la place luxembourgeoise. On a pu compter, en tout, deux plans sociaux. Les banques en question ont réduit leur effectif de 62 unités durant le dernier trimestre de l'année 2002. Cependant, ce chiffre risque encore de s'accroître au début de l'année 2003 en raison des préavis encore en cours. Dans ce contexte, on notera que le plan social élaboré par l'une des deux banques prévoit des licenciements additionnels si la situation conjoncturelle ne s'améliorait pas début 2003. Compte tenu de l'évolution au cours des deux premiers mois de l'année en cours, une amélioration semble nettement compromise. Outre ces plans sociaux, le secteur a aussi annoncé des mesures difficilement chiffrables dans leur globalité, mais qui se traduisent toutes par des réductions des effectifs en équivalents temps pleins. Ainsi certains établissements encouragent leurs employés à prendre des congés sans solde, à profiter des régimes de travail à temps partiel, à suivre des formations ou, pour ceux satisfaisant aux conditions requises, à bénéficier du régime de préretraite. Si ces mesures pour la plupart, offrent des solutions à court terme, la question est de savoir de quelle manière ces mêmes banques vont réagir si la reprise ne se manifeste pas au cours de l'année 2003. A terme, les établissements en question risquent de devoir passer à des solutions plus définitives, c'est-à-dire à des licenciements additionnels afin de faire face au ralentissement des activités.

GRAPHIQUE 28 ANALYSE DE LA VARIATION DE L'EFFECTIF DANS LE SECTEUR BANCAIRE



Source : BCL

Le secteur des PSF a continué à croître légèrement en termes de ressources humaines. L'effectif est passé de 4 199 à 4 393 personnes, ce qui représente une évolution annuelle de 4,6% contre 19,8% l'année précédente. Dans ce contexte, il est à mentionner qu'outres les deux banques qui ont changé leur statut en PSF, un nouveau PSF a été créé à partir du secteur bancaire. Ceci s'est traduit par une migration de personnel du secteur bancaire vers le secteur des PSF à hauteur de 90 unités. Abstraction faite de ces développements, on peut facilement s'apercevoir que la croissance des emplois dans ce secteur a également été très limitée pendant l'année 2002. Cette constatation n'est cependant pas étonnante si l'on considère une certaine interdépendance entre le secteur bancaire et le secteur des PSF.

Dans le passé, le législateur a créé un cadre favorable pour maintenir l'attractivité de la place financière; diverses lois qui devraient maintenir, voire créer de nouveaux emplois, ont vu le jour. Parmi ces efforts de nature législative, on notera, à partir de l'année 2002, une nouvelle réglementation fiscale. Cette loi prévoit la réduction à 30% du taux d'imposition pour les collectivités, ce qui fait du Luxembourg un des pays européens les plus attractifs en matière fiscale. Celle-ci est complétée par les lois mises en place avant 2002 concernant les banques d'émission de lettres de gage, les lois relatives au commerce électronique, aux fonds de pension internationaux et à la formation professionnelle continue.

Malgré tout, ces mesures ne peuvent garantir, à elles seules, la stabilité de l'emploi dans le secteur financier. Cette constatation est d'autant plus vraie en période de crise et en raison de la forte dépendance de l'étranger du secteur financier. Toutefois, ces dispositions créent un cadre favorable au développement des activités lors d'une future reprise de l'activité économique.

Le secteur financier, composé des établissements bancaires et des autres professionnels du secteur financier, comptait au total 27 693 emplois au 31 décembre 2002. Ceci représente une baisse de 400 unités (-1,4%) par rapport au 31 décembre 2001. Le secteur financier représentait 9,7% l'emploi intérieur contre 10,1% à la fin de l'année précédente. Cette orientation à la baisse confirme le ralentissement observé dans ce secteur. Si l'on observe le critère de la nationalité, le secteur financier compte 8 097 personnes de nationalité luxembourgeoise, soit une proportion de 29,2% et 19 596 personnes de nationalité étrangère ce qui correspond à 70,8%. L'année précédente, le secteur comptait encore 8 361 personnes de nationalité luxembourgeoise, soit 29,8%, la proportion de personnes de nationalité luxembourgeoise occupées dans le secteur financier continuant ainsi à diminuer.

Au sein des établissements de crédit, l'emploi s'élevait à 23 300 unités au 31 décembre 2002, ce qui correspond à une baisse des effectifs de 579 unités par rapport à l'année précédente. Le secteur bancaire représente 84,1% des emplois dans le secteur financier contre 85% l'année précédente et compte 7 402 personnes de nationalité luxembourgeoise, soit une proportion de 31,7% et 15 898 personnes de nationalité étrangère.

Si l'on analyse l'évolution de l'effectif dans le secteur bancaire par trimestres, on constate une baisse de l'effectif au premier trimestre 2002 de 243 unités, suivie d'une baisse négligeable au cours des deuxième et troisième trimestres. Le quatrième trimestre se solde de nouveau par une diminution plus prononcée de l'effectif de 291 unités.

TABLEAU 20 SITUATION DE L'EMPLOI DANS LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET LES AUTRES PROFESSIONNELS DU SECTEUR FINANCIER ⁽¹⁾

En fin de période	Mars		Juin		Septembre		Décembre			
	Effectif	Variation trimestrielle en unités	Effectif	Variation trimestrielle en unités	Effectif	Variation trimestrielle en unités	Effectif	Variation trimestrielle en unités	Variation annuelle en unités	Variation annuelle en %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1998										
Total	21 752	294	21 670	-82	22 167	497	22 426	259	968	4,5
Banques	19 192	57	19 164	-28	19 662	498	19 814	152	679	3,5
PSF	2 560	237	2 506	-54	2 505	-1	2 612	107	289	12,4
1999										
Total	22 737	311	23 098	361	23 618	520	23 985	367	1 559	7,0
Banques	20 058	244	20 442	384	20 947	505	21 197	250	1 383	7,0
PSF	2 679	67	2 656	-23	2 671	15	2 788	117	176	6,7

2000										
Total	24 356	371	24 977	621	25 772	795	26 539	767	2 554	10,6
Banques	21 397	200	21 987	590	22 593	606	23 035	442	1 838	8,7
PSF	2 959	171	2 990	31	3 179	189	3 504	325	716	25,7
2001										
Total	27 257	718	27 577	320	27 895	318	28 093	198	1 554	5,9
Banques	23 464	429	23 674	210	23 818	144	23 894	76	859	3,7
PSF	3 793	289	3 903	110	4 077	174	4 199	122	695	19,8
2002										
Total	27 980	-113	28 034	54	27 980	-54	27 693	-287	-400	-1,4
Banques	23 651	-243	23 667	16	23 591	-76	23 300	-291	-594	-2,5
PSF	4 329	130	4 367	38	4 389	22	4 393	4	194	4,6

Source : BCL

(1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

En ce qui concerne l'emploi dans le secteur des PSF, on observe une progression, bien que nettement moins prononcée par rapport à l'année 2001. Les effectifs passent de 4 199 à 4 393 unités, ce qui représente une hausse de 4,6%. Le secteur des PSF est composé de 695 personnes de nationalité luxembourgeoise, soit 15,8% et de 3 698 personnes de nationalité étrangère, soit 84,1%.

En analysant l'évolution trimestrielle pour l'année 2002, on observe une hausse de 130 unités au premier trimestre, de 38 unités au deuxième trimestre, de 22 unités au troisième trimestre et de seulement 4 unités au quatrième trimestre. L'augmentation de l'emploi a été faible depuis le début de l'année en cours. Abstraction faite des changements de statut mentionnés plus hauts, le secteur des PSF a connu une diminution de son emploi total de 86 unités sur base trimestrielle ainsi qu'une hausse modérée de 104 unités sur base annuelle.

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

Malgré la persévérance de la faiblesse des marchés financiers et du ralentissement économique débutée en 2001, le compte de pertes et profits agrégé des établissements de crédit luxembourgeois affiche un résultat brut avant provisions et impôts de 4 575 millions d'euros pour l'exercice 2002. Ceci représente une hausse de 5,3% par rapport à l'exercice 2001, sur base des chiffres disponibles au 14 février 2003.

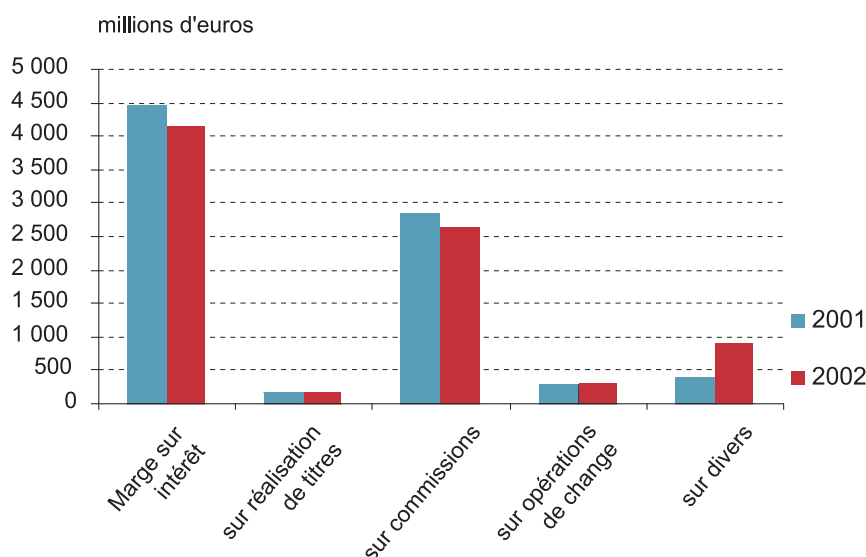
Le contexte économique

La situation économique mondiale et celle de la zone euro en particulier se sont davantage détériorées au cours de l'année 2002 pour aboutir à une croissance lente et hésitante, sous la menace d'un nouveau conflit au Moyen Orient. La persistance de la faiblesse économique entrave également le développement des marchés boursiers qui, malgré les baisses des taux d'intérêt dans plusieurs pays, ne montrent pas une réelle tendance à la hausse. Une reprise ne semble d'ailleurs que peu probable aussi longtemps que les tensions géopolitiques ne seront pas résolues. Dans ces conditions, les investisseurs n'ont pas fait preuve de beaucoup de dynamisme, ce qui a eu un impact considérable sur les bénéfices d'une partie des banques luxembourgeoises, fortement orientées vers la gestion de fortune et les fonds d'investissements.

L'analyse des résultats des banques

Le développement favorable du résultat brut avant provisions (+5,3%) au cours de l'année 2002 doit néanmoins être replacé dans le contexte des plus-values extraordinaires réalisées par les banques luxembourgeoises grâce à l'acquisition totale de Cedel International par la Deutsche Börse. En effet, abstraction faite des revenus sur divers réalisés en 2001 et 2002, le résultat brut a diminué de 5,9% en 2002 (7 295 millions d'euros) par rapport à 2001 (7 752 millions d'euros).

GRAPHIQUE 29 PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES EN 2001 ET 2002



La marge sur intérêts, qui s'élève à 4 151 millions d'euros, affiche une régression de 6,9% par rapport au 31 décembre 2001. Alors que les intérêts et dividendes perçus diminuent de 11 005 millions d'euros, les intérêts bonifiés rétrécissent de 10 698 millions d'euros. On retiendra aussi que la marge entre intérêts bonifiés et intérêts et dividendes perçus s'est élevé à 1,3% au 31 décembre 2002. La régression de la marge sur intérêts s'explique notamment par deux facteurs. D'une part, le volume d'activité, mesuré par la somme de bilan, s'est contracté au cours de l'année 2002. D'autre part, contrairement à l'année 2001, la baisse des taux directeurs de la BCE n'est intervenue qu'à la fin du quatrième trimestre, empêchant ainsi les banques de profiter des transformations d'échéances qui auraient permis d'augmenter les revenus sur intérêts. La situation des taux d'intérêt demeure d'ailleurs précaire pour les établissements de crédit, puisque les taux d'intérêt à long terme ne sont que légèrement supérieurs à ceux à court terme, ce qui est évidemment peu propice aux banques dont l'activité consiste à se refinancer à court terme pour investir à long terme. Compte tenu de ces évolutions, la contribution de la marge sur intérêts au résultat brut a diminué de 54,7% en 2001 à 50,5% en 2002.

Le résultat hors intérêts de l'année 2002, tout comme les années précédentes, a été fortement influencé par deux composantes : le solde net sur commissions et 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 certains d'administration centrale, a évidemment souffert des conditions précaires des marchés financiers. D'une part, la clientèle privée reste toujours sur ses gardes 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 9% au cours de l'année 2002. Toutefois, en moyenne annuelle, la VNI des OPC luxembourgeois reste légèrement supérieure à celle observée en 2001. Dans ces conditions, le résultat sur commissions s'est élevé à 2 651 millions d'euros au 31 décembre 2002, soit une baisse de 6,3% par rapport à la même date de l'année précédente. On observe donc une décélération de la diminution du solde net sur commissions qui en 2001 avait encore régressé de 12%. Toutefois, étant donnée l'importance du résultat net sur divers en 2002, le solde net sur commissions ne représente plus que 32,3% du résultat brut.

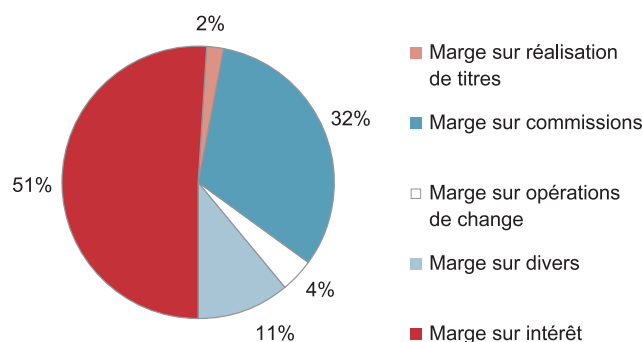
Le résultat net sur divers progresse considérablement de 524 millions d'euros par rapport à l'année précédente, ceci essentiellement en raison de la cession des titres de participation dans Cedel International S.A.

On notera également le bon résultat des banques en matière d'opérations de change. Le résultat net sur opérations de change a en effet progressé de 9%, soit 26 millions d'euros, pour s'élever à

316 millions d'euros au 31 décembre 2002.

Compte tenu de l'importance des revenus nets sur divers, le résultat brut demeure pratiquement stable avec une légère augmentation de 0,8% pour se stabiliser à 8 218 millions au 31 décembre 2002.

GRAPHIQUE 30 VENTILATION DES REVENUS BANCAIRES EN 2002



Source : BCL

Confrontés à la diminution des revenus, les établissements de crédit s'efforcent de mieux maîtriser leurs coûts afin de maintenir des résultats nets à un niveau élevé. Ce souci de performance se justifie par la demande des actionnaires de voir un rendement attractif sur leur capital investi. Ceci est particulièrement le cas ces dernières années durant lesquelles certaines maisons-mères de banques luxembourgeoises ont connu des situations difficiles. Dans ce contexte, il n'est pas étonnant de voir les maisons-mères faire pression sur leurs filiales étrangères pour recevoir des dividendes qui permettant d'améliorer leurs propres résultats. De plus, le dégagement de rendements attractifs constitue un argument de poids pour justifier une présence continue au Luxembourg, dans un contexte de restructuration et de recomposition du paysage bancaire européen.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont ainsi vu leurs frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) baisser de 1% sur l'exercice 2002 pour s'établir à 3 278 millions d'euros au 31 décembre 2002. Si l'évolution des frais de personnel s'est traduit par une légère hausse de 3,3% des frais d'exploitation, malgré une diminution d'effectif dans le secteur, on assiste en revanche à une nette diminution de 6% de ces mêmes frais grâce à la réduction des frais de consultance informatique, des frais de déplacement, des frais de représentation, des honoraires et finalement des fournitures de bureau. Soulignons dans ce contexte que les réductions d'emplois, qui se sont concrétisées par plusieurs plans sociaux et par des mesures aussi diversifiées que des congés parentaux, des congés sans solde, des interruptions de carrière, etc. porteront sans doute des fruits plus importants en 2003.

TABLEAU 21 SOMME DES COMPTES DE PROFITS ET PERTES EN FIN D'ANNÉE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT LUXEMBOURGEOIS ^{1) 2) 3)}

(en millions d'euros)								
Rubrique des débits et des crédits	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1 Intérêts et dividendes perçus	33 556	30 986	33 935	37 373	37 539	51 628	52 790	41 785
2 Intérêts bonifiés	30 409	27 809	30 775	34 283	34 140	47 925	48 332	37 634
3 Marge sur intérêt	3 148	3 177	3 160	3 090	3 399	3 703	4 458	4 151
Revenus nets								
4 sur réalisations de titres	255	326	668	417	191	322	174	177
5 sur commissions	1 145	1 356	1 707	1 965	2 365	3 216	2 830	2 651
6 sur opérations de change	203	252	267	348	295	312	290	316
7 sur divers	57	36	-63	1 056	423	475	399	923
8 Revenus nets (4+5+6+7)	1 659	1 970	2 579	3 787	3 274	4 325	3 693	4 067

9 Résultat brut (3+8)	4 807	5 146	5 739	6 877	6 673	8 028	8 151	8 218
10 Frais de personnel	1 150	1 205	1 265	1 272	1 483	1 716	1 804	1 863
11 Frais d'exploitation	763	828	918	1 039	1 206	1 483	1 506	1 415
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 913	2 033	2 184	2 311	2 689	3 199	3 310	3 278
13 Impôts divers, taxes et redevances	123	130	77	85	97	99	95	53
14 Amortissements sur immobilisé non financier	201	231	257	267	286	320	402	312
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	2 570	2 753	3 222	4 213	3 601	4 410	4 344	4 575
16 Provisions et amortissements sur disponible, réalisable et immobilisé financier	880	717	1 284	1 820	1 237	1 682	1 405	1 812
17 Extourne de provisions	583	586	747	796	586	794	686	503
18 Constitution nette de provisions	297	131	537	1 024	651	888	719	1 309
19 Résultats après provisions (15-18)	2 273	2 622	2 685	3 189	2 950	3 522	3 625	3 266
20 Impôts sur revenu et le bénéfice	761	907	903	711	898	969	833	645
21 Résultat net (19-20)	1 512	1 715	1 782	2 478	2 052	2 553	2 792	2 621

Rubrique des débits et des crédits

A Frais généraux (lignes 9 à 12)	0,48	0,51	0,50	0,50	0,53	0,57	0,55	0,52
B Résultats avant provisions	0,55	0,59	0,64	0,77	0,62	0,69	0,62	0,65
C Provisions et amortissements	0,06	0,03	0,11	0,19	0,11	0,14	0,10	0,19
D Résultats après provisions	0,49	0,56	0,53	0,58	0,51	0,55	0,52	0,47

(1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

(2) Les données se rapportant aux années 1995 à 1998 ont été converties en euros sur base du taux de conversion de EUR=40,3399 LUF.

(3) Données provisoires pour 2002.

Source : BCL

Le résultat brut avant provisions, soutenu par la maîtrise des coûts, affiche donc une hausse de 5,3%, soit 231 millions d'euros pour se situer à 4 575 millions d'euros au 31 décembre 2002.

Sur cette base et afin de veiller à une couverture appropriée des risques, les établissements de crédit luxembourgeois ont considérablement augmenté la constitution nette de provisions. Celle-ci est en hausse de 82,1% par rapport à l'année 2001 et s'élève à 1 309 millions d'euros.

Le résultat brut après provisions a atteint 3 266 millions en 2002, soit une baisse de 9,9% par rapport à l'année précédente. Dans ces conditions, les établissements de crédit paient nettement moins d'impôts, 645 millions d'euros contre 833 millions en 2001, soit une baisse de 22,6%. Le résultat net s'élève dès lors à 2 621 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 6,1% par rapport à 2001.

TABLEAU 22 COMPOSANTES ET AFFECTATIONS DES RÉSULTATS BRUTS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ^{1) 2)}

(en % du résultat brut)							
Rubrique des débits et des crédits	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1 Composantes des résultats bruts							
Marge sur intérêts	61,7	55,1	44,9	50,9	46,1	54,7	50,5
Résultats sur opérations de change	4,9	4,7	5,1	4,4	3,9	3,6	3,8
Autres résultats	33,4	40,3	50,0	44,6	50,0	41,7	45,6
dont :							
sur réalisations de titres	6,3	11,6	6,1	2,9	4,0	2,1	2,2
sur commissions	49,3	53,0	46,6	65,7	72,9	65,1	57,9
sur divers	0,7	-1,1	15,4	6,3	5,9	4,9	11,2
2 Affectations des résultats bruts							
Frais généraux	39,5	38,0	33,6	40,3	39,8	40,6	39,9
Constitution nette de provisions	2,6	9,4	14,9	9,8	11,1	8,8	15,9
Impôts sur les revenus et les bénéfices	17,6	15,7	10,3	13,5	12,1	10,2	7,8
Résultats nets	33,3	31,0	36,0	30,8	31,8	34,3	31,9

(1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

(2) Données provisoires pour 2002.

Source : BCL

1.2.4.5 Les organismes de placement collectif

Les organismes de placement collectif (OPC) luxembourgeois, tout comme ceux des autres pays européens, ont vécu une année 2002 difficile, marquée par un climat économique peu propice au développement des activités. Toutefois, l'impact des difficultés persistantes sur les marchés financiers a été nettement plus marqué pour les OPC luxembourgeois que pour les OPC français en particulier, en raison de la proportion plus importante des investissements dans des valeurs mobilières à revenu variable dont les cours ont particulièrement souffert sur les marchés financiers. En effet, sur base des données publiées par la Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement (FEFSI), on constate que les OPC luxembourgeois ont investi une part plus importante de leurs actifs dans des actions et autres valeurs mobilières à revenu variable que leurs homologues français. Ceci explique notamment pourquoi les actifs sous gestion des OPC français dépassent à nouveau ceux des OPC luxembourgeois fin 2002.

Les difficultés vécues au long de l'année 2002 ne devraient cependant pas entacher les perspectives favorables des fonds d'investissement dans l'industrie luxembourgeoise.

D'une part, l'apurement des excès boursiers, notamment dans le secteur des technologies nouvelles, touche à sa fin et les taux d'intérêt historiquement bas aux Etats-Unis et en Europe devraient maintenant permettre une reprise modérée des investissements ainsi qu'un redressement des perspectives bénéficiaires. Dans la mesure où les tensions géopolitiques se dissipent, la confiance des consommateurs devrait également se redresser et venir renforcer le développement de l'activité économique. Les perspectives de croissance économique devraient alors également stimuler le développement des marchés financiers tant américain qu'europpéen, créant ainsi la base nécessaire au développement favorable des OPC.

D'autre part, par le vote de la loi du 18 décembre 2002, transposant deux directives européennes en matière de fonds d'investissement en droit luxembourgeois, le législateur luxembourgeois à une nouvelle fois montré sa détermination à offrir un environnement favorable aux OPC luxembourgeois. La première directive (Directive 2001/107/CE) introduit une nouvelle réglementation en ce qui concerne les sociétés de gestion et le prospectus simplifié alors que la seconde (Directive 2001/108/CE) élargit le champ d'application de la Directive 85/611/CEE en ce qui concerne les placements des OPC.

La Directive 85/611/CEE permettait aux OPC agrégés dans un Etat membre de l'Union européenne de commercialiser ses parts dans d'autres pays de l'Union européenne après notification des autorités du pays d'accueil concerné, pour autant que l'investissement des fonds se limite aux valeurs mobilières. La Directive 2001/108/CE réduira davantage les obstacles tant administratifs que réglementaires qui sont à la base du cloisonnement des marchés européens en élargissant l'objectif des investissements des OPC bénéficiant du passeport européen à d'autres actifs que les valeurs mobilières. Peuvent ainsi également profiter du passeport européen, les OPC investissant en dépôts bancaires, instruments du marché monétaire et parts d'autres OPC.

L'évolution en nombre

Dans un contexte macroéconomique difficile, la population des OPC luxembourgeois a encore grandi bien que le rythme de croissance du nombre d'OPC ait été plus modeste qu'au cours des années antérieures.

TABLEAU 23 ÉVOLUTION DU NOMBRE ET DE LA VALEUR NETTE D'INVENTAIRE DES OPC ⁽¹⁾

En fin de période	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1 Nombre d'OPC	805	1 329	1 384	1 426	1 521	1 630	1 785	1 908	1 941
2 Valeur nette d'inventaire en EUR millions	72 249	261 798	308 605	391 766	486 843	734 500	874 600	928 447	844 508

Source : Commission de Surveillance du Secteur Financier

⁽¹⁾ Les données se rapportant aux années 1990 à 1998 ont été converties en EUR sur base du taux de conversion EUR=40,3399 LUF.

Le nombre des OPC luxembourgeois a augmenté de 33 unités en 2002 pour s'établir à 1 941 au 31 décembre 2002. Il reste à noter qu'au 31 décembre 2002, 1 190 OPC ont adopté une structure à compartiments multiples, ce qui représente 7 055 compartiments, alors que 751 OPC ont adopté une structure classique.

L'évolution de la valeur nette d'inventaire

Les variations des marchés financiers en 2001 avaient déjà nettement influencé le développement des OPC luxembourgeois, mais l'impact négatif du recul des marchés financiers, qui se chiffrait à 67 900 millions d'euros en 2001, avait été nettement compensé par l'apport en capital sous forme d'investissement net de 121 700 millions d'euros. Ainsi, sur base annuelle l'actif net avait progressé de 53 847 millions d'euros en 2001.

L'année 2002 a connu un départ optimiste au cours du mois de janvier avec un apport net en capital de 20 050 millions d'euros. Ce départ a cependant rapidement été sujet à un renversement de tendance qui a abouti à un désinvestissement net en capital au cours des mois de juin, septembre et décembre 2002. Ainsi, l'année 2002 s'est soldé par un investissement net en capital de 57 314 millions d'euros. Dans ce contexte on notera que les investissements nets en capital atteints aux cours des années 1998 à 2001 étaient largement supérieurs au niveau observé en 2002. L'investissement net en capital en 2002 se combine à une importante variation de l'actif net, représentant une moins-value de 141 206 millions au cours de l'année 2002, due à la baisse des marchés financiers pour aboutir à une diminution de 9% de l'actif net qui s'élevait à 844 508 millions d'euros au 31 décembre 2002.

Les OPC monétaires

Au cours des deux dernières années le secteur des OPC monétaires luxembourgeois, définis par le règlement BCE/2001/13, a témoigné d'une évolution contrastée. La diminution constante du nombre des OPC monétaires sélectionnés par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) est accompagnée d'une augmentation considérable de leur VNI.

Contrairement à l'année 2001, qui s'était caractérisée par une baisse modérée de 23 unités du nombre des OPC monétaires luxembourgeois, l'année 2002 a été marquée par un recul nettement plus nourri de 49 unités, portant le nombre des OPC monétaires à 377 unités au 31 décembre 2002.

Durant l'année 2002, la VNI des OPC monétaires a témoigné d'une hausse de 24,1%, soit 23 094 millions d'euros pour s'élever à 118 728 millions d'euros au 31 décembre 2002. Dans ce contexte, il importe cependant de noter que le rythme de croissance de la VNI s'est quelque peu amorti vers la fin de l'année. Il n'en demeure pas moins qu'il est largement supérieur à celui des OPC non monétaires, ce qui est normal au vu de la situation précaire des marchés financiers et notamment de la volatilité des cours des valeurs mobilières à revenu variable. Dans ce contexte, les OPC monétaires, qui présentent des critères de stabilité accrue, bénéficient d'un intérêt particulier pour les investisseurs ayant une aversion plus prononcée au risque.

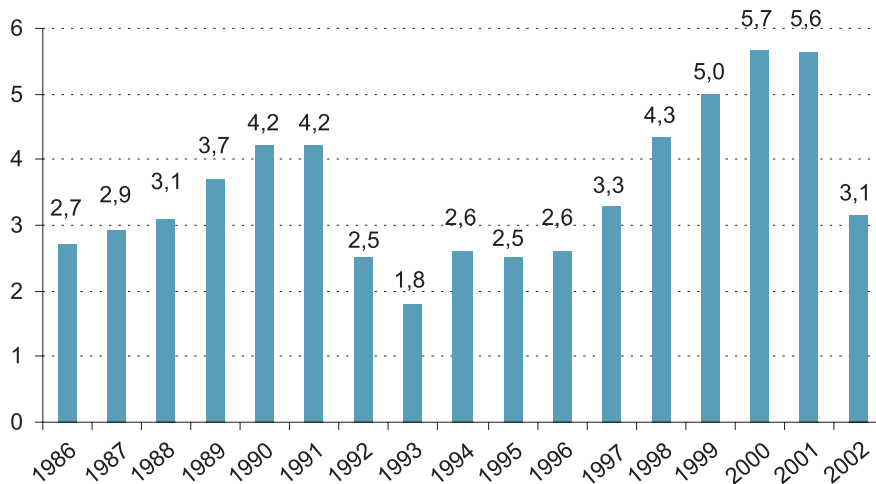
1.2.5 Le marché du travail

1.2.5.1 L'emploi

En 2002, l'emploi total intérieur s'est élevé à 285 636 personnes en moyenne. Ceci révèle un tassement de la croissance annuelle de l'emploi total intérieur en 2002 (3,1% en 2002 après 4,8% en moyenne de 1997 à 2001). Les variations de l'emploi total intérieur d'un mois à l'autre ont globalement suivi le mouvement saisonnier typique observé les années précédentes mais à un niveau inférieur, ce qui confirme l'existence d'une baisse cyclique qui s'ajoute au mouvement saisonnier.

Dans ce cadre, la décélération de la croissance de l'emploi total intérieur en 2002 est en partie attribuable à l'impact retardé du ralentissement de la conjoncture en 2001 sur l'emploi. Ainsi, même si la reprise de la conjoncture s'esquissait au courant de l'année 2003, la croissance des principaux agrégats de l'emploi subirait encore le contre-coup du ralentissement conjoncturel passé.

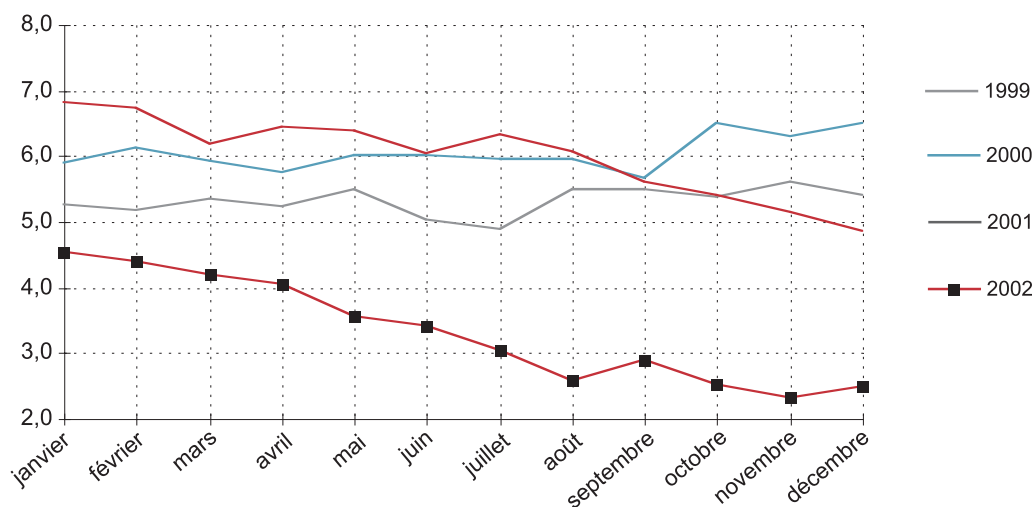
GRAPHIQUE 31 PROGRESSION ANNUELLE DE L'EMPLOI TOTAL INTÉRIEUR (EN %)



Source : STATEC

Le nombre de salariés continue à croître plus rapidement que le nombre d'indépendants, réduisant ainsi le poids qu'occupent les indépendants dans l'emploi total intérieur.

GRAPHIQUE 32 ÉVOLUTION DE L'EMPLOI SALARIÉ (% EN VARIATION ANNUELLE)



Source : IGSS, STATEC

Le taux de croissance de la population active - qui se définit comme la somme de l'emploi national et du nombre de personnes au chômage - a également connu une décélération tout au long de l'année (2% en 2002 après 2,5% en 2001). De plus, l'évolution du nombre de personnes travaillant en intérim révèle aussi l'effet négatif et retardé de la conjoncture car, suite au ralentissement conjoncturel constaté depuis 2001, le nombre de personnes intérimaires a diminué en moyenne au cours des six premiers mois de l'année 2002 comparativement à la même période de l'année passée. Ceci confirmerait la logique selon laquelle les travailleurs intérimaires seraient pour les employeurs un moyen de flexibiliser le facteur travail afin de mieux s'ajuster aux contraintes engendrées par les fluctuations de la conjoncture.

En 2002, comme les années précédentes, l'afflux des non-résidents a nourri la croissance de l'emploi au Luxembourg. Parmi 100 emplois créés au Luxembourg en 2002, 65 étaient occupés par des

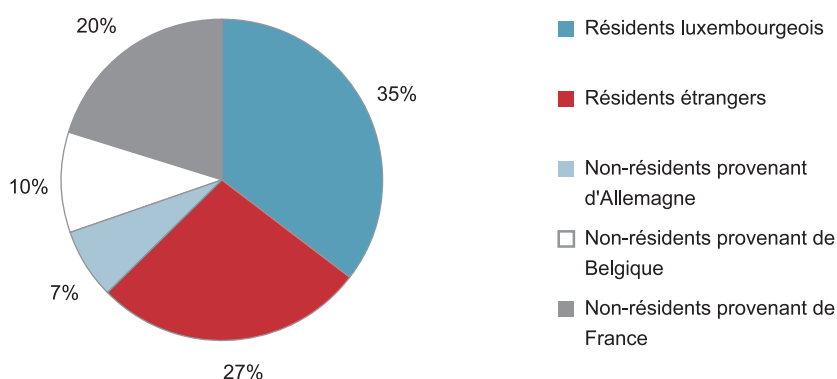
25 Compte tenu de l'impact de l'opération SES Global.

26 Ce taux de croissance élevé reflète notamment la

27 Rapport général sur la sécurité sociale, IGSS, 2001 et 2002.

non-résidents. Ce taux est légèrement inférieur à celui enregistré en 2001 lorsque 68% des nouveaux emplois étaient occupés par des travailleurs non-résidents. Le nombre de travailleurs frontaliers, qui s'est établi à 102 989 personnes en moyenne en 2002, a progressé de 5,8% en variation annuelle, soit un taux deux fois moins élevé que celui enregistré en moyenne au cours des quatre années précédentes (10,9% en moyenne de 1998 à 2001). Ainsi, en 2002, compte tenu du fait que le taux de croissance de l'emploi total a décéléré, la part de l'emploi frontalier dans l'emploi total est restée quasi-inchangée (37,2% en moyenne annuelle en 2002 après 37,1% en 2001). Les frontaliers en provenance de France restent de loin le contingent le plus important (ils représentent 53% de l'ensemble des travailleurs frontaliers) devant ceux en provenance de Belgique (27,5%) et d'Allemagne (19,5%).

GRAPHIQUE 33 COMPOSITION DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LE LIEU DE RÉSIDENCE ET LA NATIONALITÉ DU SALARIÉ¹⁷

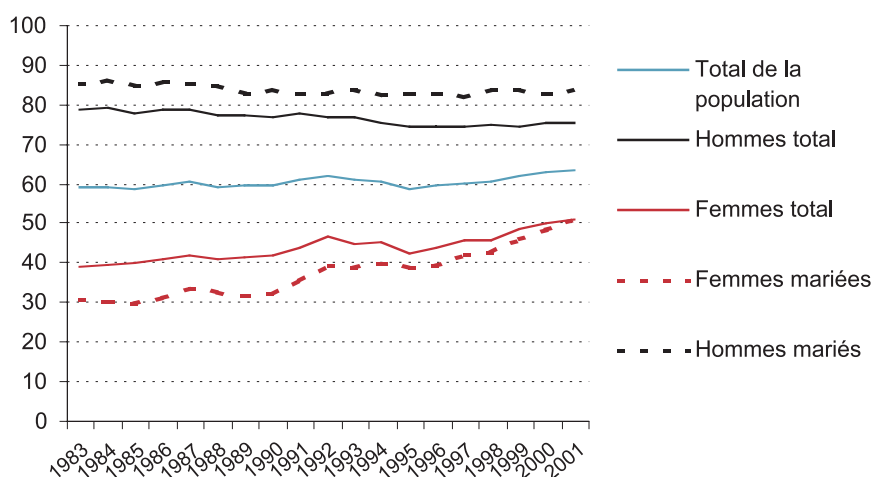


Source : IGSS

Le taux de croissance annuel de l'emploi national n'a atteint que 1,6% en moyenne au cours de l'année passée contre 2,6% en 2001.

De manière plus détaillée, le taux d'activité s'élève à 63% de la population en âge d'exercer un emploi. Ce taux d'activité est plus élevé chez les hommes (74,9%) que chez les femmes (50,8%). Depuis 1995, le taux d'activité des hommes s'est quasiment stabilisé alors que celui des femmes a connu une progression. Notons que, parmi les hommes, ce sont les catégories des « hommes mariés » et des « hommes divorcés » qui présentent les taux d'activité les plus élevés avec des taux d'activité de respectivement 83,8% et 85,8%). Les taux d'activité des « femmes divorcées » et des « femmes célibataires » sont les taux d'activité féminine les plus élevés. A noter que le taux d'activité des « femmes mariées » est le taux d'activité féminine qui a le plus progressé au cours des cinq dernières années.

GRAPHIQUE 34 ÉVOLUTION DU TAUX D'ACTIVITÉ (EN POINTS DE POUR CENT)



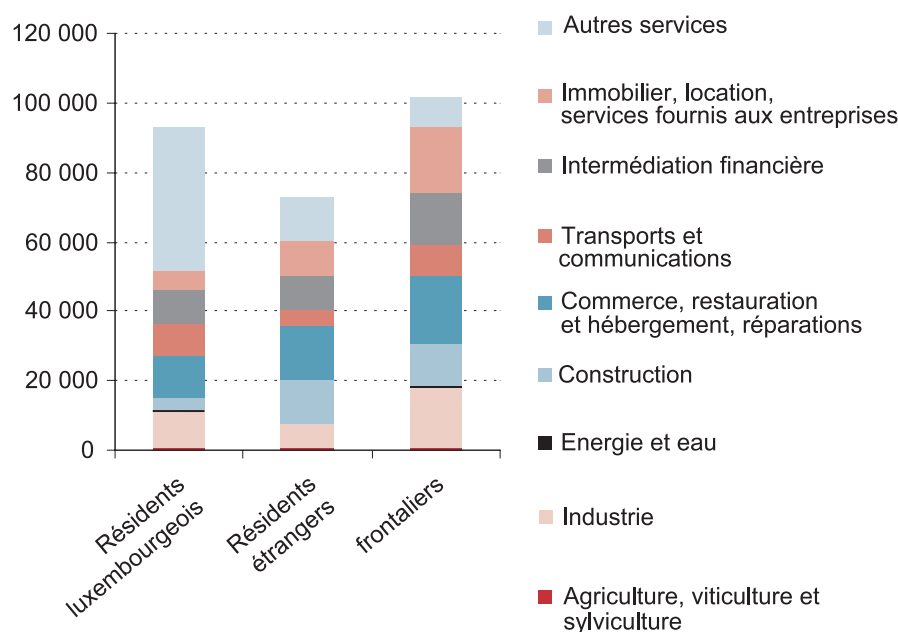
Source : EUROSTAT

La décomposition de l'emploi salarié selon le secteur d'activité révèle des différences sectorielles selon le sexe et la nationalité des salariés¹⁸.

Les secteurs où se situent la plus grande majorité des femmes salariées sont ceux du « commerce, restauration et hébergement, réparations » et des « autres services » (administration publique comprise). Les secteurs où sont employés des hommes en grande majorité sont ceux de l'« industrie » et de la « construction ».

Environ 44,2% des résidents luxembourgeois sont employés dans les « autres services ». Les résidents étrangers sont essentiellement employés dans le secteur du « commerce, restauration et hébergement, réparations » ainsi que dans celui de la « construction » à hauteur de respectivement 21,4% et 17,4%. Les frontaliers en provenance de France sont concentrés essentiellement dans trois secteurs : « immobilier, location, services fournis aux entreprises », « commerce, restauration et hébergement, réparations » et « industrie » (à hauteur de respectivement 22%, 21,7% et 18,9% des salariés frontaliers en provenance de France). Les frontaliers en provenance de Belgique sont quant à eux essentiellement employés dans les secteurs « immobilier, location, services fournis aux entreprises », « commerce, restauration et hébergement, réparations » et « intermédiation financière » à hauteur de respectivement 19,8%, 18,5% et 17,9% des salariés frontaliers en provenance de Belgique). Les frontaliers en provenance d'Allemagne se concentrent surtout dans les secteurs de l'« intermédiation financière » et des « transports et communications » (respectivement 19% et 18,2% d'entre eux sont occupés dans ces deux secteurs).

GRAPHIQUE 35 RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'EMPLOI SALARIÉ SELON LA BRANCHE PROFESSIONNELLE ET LE LIEU DE RÉSIDENCE



Source : IGSS

TABLEAU 24 RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'EMPLOI SALARIÉ SELON LA BRANCHE PROFESSIONNELLE ET LE LIEU DE RÉSIDENCE (EN PARTS RELATIVES)¹⁹

	Résidents		Non-résidents			Résidents (total)	Non- résidents (total)	Emploi salaré (total)
	Luxem- bourgeois	Etrangers	Allemagne	Belgique	France			
Agriculture, viticulture et sylviculture	0,4	0,7	0,3	0,6	0,2	0,5	0,3	0,5
Industrie	11,3	9,2	15,6	15,9	18,9	10,4	17,4	13,1
Energie et eau	0,9	0,1	0,1	0,0	0,0	0,6	0,1	0,4
Construction	3,6	17,4	15,4	11,2	11,9	9,7	12,4	10,7
Commerce, restauration et hébergement, réparations	12,6	21,4	13,0	18,5	21,7	16,5	19,1	17,5
Transports et communications	10,1	6,5	18,2	8,0	6,3	8,5	9,1	8,8
Intermédiation financière	10,5	13,1	19,0	17,9	10,6	11,6	14,2	12,6
Immobilier, location, services fournis aux entreprises	6,3	14,3	8,7	19,8	22,0	9,8	18,8	13,2
Autres services	44,2	17,3	9,6	8,1	8,3	32,4	8,5	23,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : IGSS

TABLEAU 25 POIDS RELATIF DES DIFFÉRENTES CATÉGORIES DE SALARIÉS DANS CHAQUE BRANCHE SOCIO-PROFESSIONNELLE²⁰

	Résidents		Non-résidents			Résidents (total)	Non- résidents (total)	Emploi salaré (total)
	Luxem- bourgeois	Etrangers	Allemagne	Belgique	France			
Agriculture, viticulture et sylviculture	29,1	43,3	4,4	12,5	10,8	72,4	27,6	100,0
Industrie	30,1	19,2	8,9	12,7	29,2	49,3	50,7	100,0
Energie et eau	89,0	5,1	2,5	1,0	2,4	94,0	6,0	100,0
Construction	11,7	44,3	10,7	10,9	22,4	56,0	44,0	100,0
Commerce, restauration et hébergement, réparations	25,1	33,4	5,5	11,1	24,9	58,5	41,5	100,0
Transports et communications	40,2	20,3	15,4	9,5	14,6	60,5	39,5	100,0
Intermédiation financière	28,9	28,3	11,2	14,8	16,9	57,1	42,9	100,0
Immobilier, location, services fournis aux entreprises	16,5	29,5	4,9	15,6	33,5	46,0	54,0	100,0
Autres services	65,9	20,2	3,0	3,6	7,1	86,2	13,8	100,0
Total	34,8	27,3	7,4	10,4	20,1	62,0	38,0	100,0

Source : IGSS

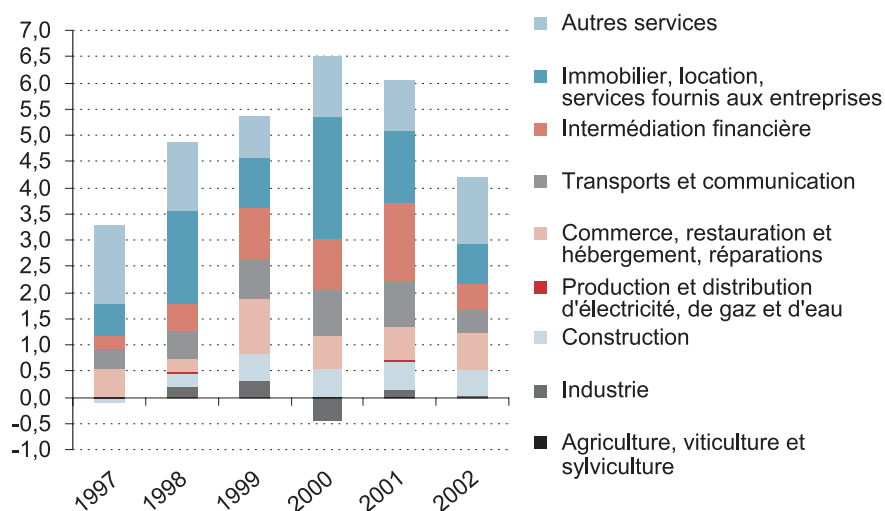
Evolution sectorielle et contribution à la croissance de l'emploi des différents secteurs et des différentes catégories de salariés

En 2002, la croissance de l'emploi salarié au Luxembourg a surtout été soutenue par les « autres services » qui ont contribué à hauteur de 30,6% à la croissance totale, soit 1,3 points de pour cent. Les secteurs de l'« immobilier, location, services fournis aux entreprises » et du « commerce, restauration et hébergement, réparations » ont dégagé des contributions respectives de 0,8 et 0,7 point de pour cent. Comparativement à 2001, les contributions à la croissance de l'emploi salarié des secteurs de l'« immobilier, location, services fournis aux entreprises » et de l'« intermédiation financière » ont fortement décliné.

19 Les chiffres contenus dans ce tableau s'interprètent comme suit : 21,7% des salariés frontaliers en provenance de France occupent un emploi dans le secteur du « commerce, restauration et hébergement, réparations ».

20 Les chiffres contenus dans ce tableau s'interprètent comme suit : 29,1% des salariés du secteur de l'« Agriculture, viticulture et sylviculture » sont des résidents de nationalité luxembourgeoise.

GRAPHIQUE 36 CONTRIBUTION DES DIFFÉRENTS SECTEURS À LA CROISSANCE DE L'EMPLOI SALARIÉ



Source : IGSS

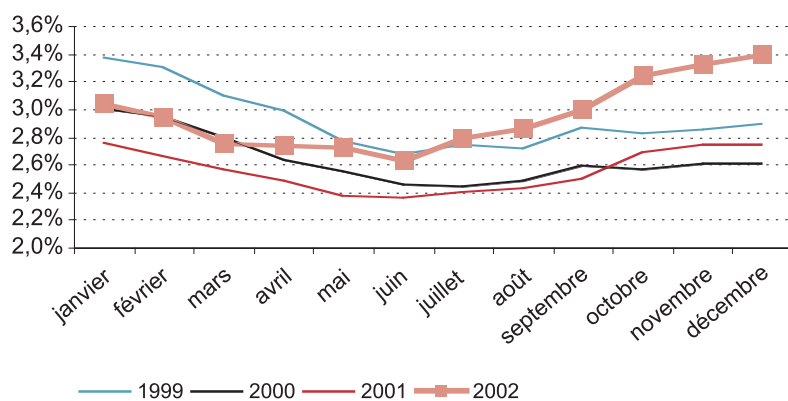
1.2.5.2 Le chômage

L'affaiblissement graduel de la conjoncture depuis la fin de l'année 2001 a débouché en une augmentation du chômage en 2002.

Le taux de chômage au sens « strict » s'est établi à 3% en moyenne en 2002 après 2,6% en 2001. Le nombre de DENS (demandes d'emplois non satisfaites) a augmenté de 896 personnes en moyenne ce qui correspond à une moyenne de 5 823 personnes au chômage en 2002, contre 4 927 en 2001.

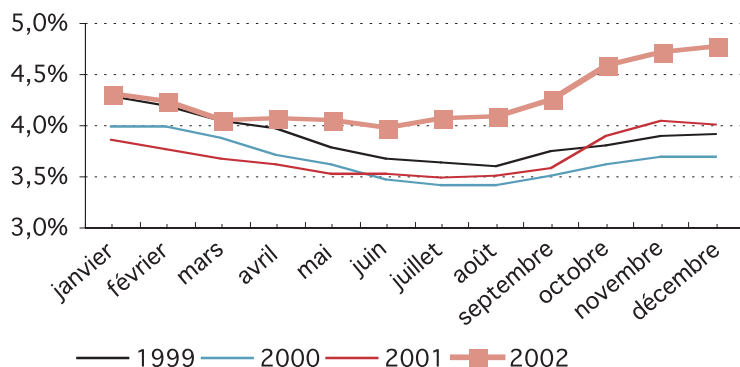
Le taux de chômage au sens « large », qui comprend les personnes qui bénéficient d'une mesure pour l'emploi, a atteint 4,3% en moyenne en 2002 après 3,7% en 2001, soit 8 408 personnes en 2002 et 7 137 en 2001. L'augmentation substantielle de ce taux s'explique à la fois par l'augmentation du taux de chômage au sens « strict » et par l'augmentation du nombre de personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi dont le nombre est passé de 2 210 en 2001 à 2 585 en 2002.

GRAPHIQUE 37 TAUX DE CHÔMAGE AU SENS « STRICT » (EN VARIATION ANNUELLE)



Source : IGSS, STATEC

GRAPHIQUE 38 TAUX DE CHÔMAGE AU SENS « LARGE » (EN VARIATION ANNUELLE)



Source : IGSS, STATEC

Le taux de chômage de longue durée est souvent utilisé comme approximation du chômage dit « structurel ». En 2002, 22,8% des chômeurs indemnisés étaient au chômage pendant plus de douze mois contre 26,5% en 2001 et 25,3% en 2000. Par contre, la proportion moyenne de personnes au chômage depuis moins de 6 mois a augmenté graduellement entre 2000 et 2002 passant de 55,8% en 2000 à 58,2% en 2002. Cette augmentation révèle que l'étiologie de la hausse du chômage au Luxembourg est en grande partie conjoncturelle, soit attribuable à l'impact retardé et négatif de l'atonie de la conjoncture sur le marché de l'emploi.

• Evolution des coûts salariaux

Le coût salarial nominal moyen a connu une accélération en 2001 (+5,5% en moyenne annuelle, après +4,3% en 2000) sous l'influence à la fois de la plus grande contribution de l'indexation automatique des salaires et de celle des primes et gratifications. Les données disponibles pour les neuf premiers mois de 2002 indiquent un ralentissement graduel de la progression du coût salarial au cours des deux premiers trimestres de l'année (+4% au cours du premier trimestre et +1,7% au cours du deuxième) suivi d'une accélération au troisième trimestre (+3,3%). Cette accélération pourrait être en grande partie attribuable à l'arrivée à échéance d'une tranche indiciaire au cours du mois de juin 2002.

La signature de nouveaux accords salariaux au cours de l'année passée a influencé l'évolution du coût salarial nominal moyen en 2002. Dans le secteur bancaire, un nouvel accord salarial a été signé courant février pour les années 2002 et 2003. Cet accord prévoyait l'octroi pour 2002 d'une enveloppe globale d'augmentation des salaires de +1,2% (c'est-à-dire 0,55% de prime de performance payée aux employés méritants et 0,65% de prime d'ancienneté), allouée à partir du 1er janvier 2002, ainsi qu'une augmentation linéaire des rémunérations de +1,05% applicable rétroactivement au 1er janvier 2002 et le versement d'une prime de conjoncture payée en juin 2002.

Dans le secteur public, le nouvel accord salarial octroie pour les années 2002 à 2004 incluse une augmentation linéaire et annuelle des salaires de +1,6% à environ 39 200 fonctionnaires et employés de l'Etat. Afin que ce chiffre soit comparable avec celui du secteur public, il convient d'ajouter l'effet de l'ancienneté.

Cependant, la décélération du rythme de croissance annuel du coût salarial devrait se poursuivre au cours des derniers mois, voire même au-delà, sous l'effet combiné de la baisse de la croissance et de l'inflation mais aussi sous l'effet de la remontée du chômage.

1.2.6 Le commerce extérieur

Sur les onze premiers mois de l'année 2002, le déficit du commerce extérieur s'est établi à 2 885 millions d'euros, soit une diminution de 2,9% par rapport à la même période de l'année 2001. Toutefois, alors qu'ils avaient jusque là enregistré un taux de croissance annuel moyen de 11%, les échanges extérieurs

I

de biens ont connu, en l'an 2002, la baisse la plus importante depuis 1997. En effet, au cours de cette période, les exportations de marchandises se sont établies à 8 354 millions d'euros, soit une contraction de 3,1% par rapport à la même période de l'année 2001. De même, sur cette période, les importations de biens ont enregistré une réduction de 3% pour atteindre 11 238 millions d'euros.

En termes de volume, la baisse de 6,7%, enregistrée par les exportations, s'est limitée à 3,1% en valeur, sous l'effet d'une appréciation de 3,8% de l'indice moyen des prix des biens exportés. En revanche, l'indice des prix à l'importation ne s'est apprécié que faiblement (+0,7%). L'amélioration des termes de l'échange de 3,1% a ainsi contribué à la réduction du déficit commercial.

La forte contraction des volumes exportés s'explique par la faiblesse des ventes des produits manufacturés ainsi que par la baisse des exportations de machines et d'équipements. La détérioration de la conjoncture économique mondiale a eu un impact très négatif sur le secteur de l'acier, comme en témoigne la baisse de 6,6% (en variation annuelle) des exportations d'articles manufacturés en métaux communs. La faiblesse de la demande mondiale explique également la baisse de 14% des exportations de machines et équipements (téléphones portables notamment) ainsi que la contraction de 1,8% enregistrée par les autres articles manufacturés classés d'après la matière première. Cette dernière catégorie regroupe essentiellement des produits plastiques et pneumatiques ainsi que des ouvrages en verre et en pierre.

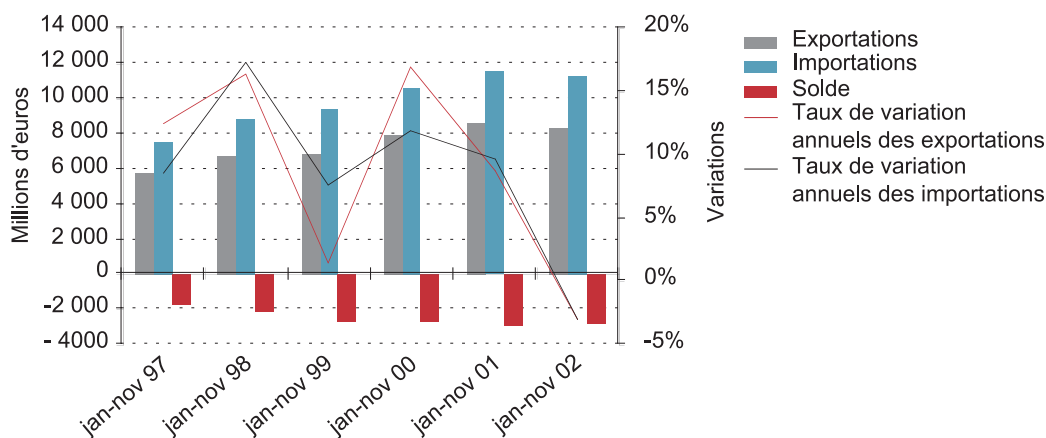
La diminution des livraisons d'articles manufacturés à l'étranger ainsi que celle de machines et équipements ont lourdement pesé sur l'ensemble des exportations de biens dans la mesure où ces catégories représentent près de 65% de toutes les exportations luxembourgeoises. A l'exclusion de ces deux catégories, les exportations auraient augmenté de 8%. Parmi les catégories de biens exportés qui ont enregistré une croissance positive, il y a lieu de citer les produits alimentaires et animaux vivants, les produits chimiques et connexes, les huiles et les graisses, le matériel de transport ainsi que les articles manufacturés divers.

En termes de répartition géographique, les exportations à destination des pays membres de la zone euro, qui représentent 75% de toutes les exportations luxembourgeoises, ont régressé de 1% de janvier à novembre 2002. En dehors de la zone euro, les livraisons de biens vers le continent américain ont reculé de 11% tandis que celles vers l'Asie et l'Europe de l'Est ont respectivement augmenté de 4,5% et de 6,8%.

En ce qui concerne les importations, leur recul de 3% s'explique essentiellement par la réduction des livraisons de machines et équipements (-12,3%), par la diminution des consommations intermédiaires du secteur sidérurgique (-1%) et par la baisse des livraisons d'articles manufacturés divers. En dehors des secteurs précités, notons des taux de croissance négatifs pour les importations de produits chimiques et produits connexes, d'huiles et de graisses, ainsi que de boissons et de tabacs. Parmi les produits qui ont enregistré un taux de croissance positif, citons les produits alimentaires et animaux vivants, les produits énergétiques et les articles manufacturés classés d'après la matière première. En revanche, suite à l'acquisition d'un aéronef et d'un satellite au second semestre de l'an 2002, les importations de matériel de transport se sont maintenues, sur la période sous revue, au niveau de l'année 2001.

Les achats de biens en provenance d'Allemagne, de Belgique et de France représentent près de 75% de toutes les importations luxembourgeoises. Les livraisons en provenance d'Allemagne et de France ont augmenté respectivement de 3,5% et de 16,4% tandis que celles en provenance de Belgique ont reculé de 2,8%. En dehors des pays membres de l'Union européenne, les importations en provenance d'Amérique, d'Asie et des pays de l'Europe de l'Est se sont fortement contractées.

GRAPHIQUE 39 COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG



Source : STATEC

1.2.7 La balance des paiements

L'année 2002 marque le début de la compilation d'une balance des paiements complète du Luxembourg, le législateur ayant confié à la BCL et au STATEC les compétences nécessaires pour l'élaboration de la balance des paiements et de la position extérieure globale.

La balance des paiements est un état statistique qui enregistre, pour une période et une économie données, l'ensemble des transactions économiques avec le reste du monde. La méthodologie retenue pour l'établissement de cet état statistique est conforme aux principes définis par le FMI dans son « Manuel de la balance des paiements, 5^{ème} édition ». Ce manuel distingue trois principaux comptes :

- Le compte des transactions courantes qui enregistre les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Au Luxembourg, ce compte est établi par le STATEC sur une base annuelle depuis 1978 et sur une base trimestrielle depuis 1995.
- Le compte de capital qui enregistre les transferts en capital (par exemple remises de dette) et les acquisitions ou cessions d'actifs non financiers non produits (par exemple brevets, marques, ...).
- Le compte des opérations financières qui enregistre les transactions sur actifs financiers et qui constitue la contrepartie des transactions de l'économie réelle et des transactions sur actifs non-financiers non produits.

Le compte de capital et le compte des opérations financières du Luxembourg sont établies pour la première fois pour l'année 2002. Par conséquent, pour ces deux dernières composantes, les commentaires suivants n'incorporent aucune comparaison dans le temps.

1.2.7.1 Compte courant

L'excédent courant, cumulé sur les trois premiers trimestres de l'année 2002, s'est établi à 1 943 millions d'euros, en hausse de 23% par rapport au niveau atteint à la même période de l'année 2001. Cette amélioration, dans un contexte économique mondial morose, ne doit toutefois pas cacher le ralentissement marqué des échanges extérieurs de biens et services.

L'évolution favorable du surplus des transactions courantes provient en fait de la diminution relativement forte des importations de biens et de services. Après avoir connu une importante progression de 8% sur les trois premiers trimestres 2001, les importations de biens et services ont régressé de 4% sur la même période de l'année 2002. De leur côté, sur la même période, les exportations de biens et services ne se sont repliées que de 1% en termes nominaux, sous l'effet du recul de la demande mondiale et sous l'effet de la morosité des marchés financiers internationaux.

Le **déficit de la balance commerciale**, cumulé sur les trois premiers trimestres 2002, s'est réduit de 29% par rapport au niveau atteint à la même période de l'année 2001. Dans l'ensemble, sur la période sous revue, les importations de biens se sont en effet repliées de 5% alors que les exportations ont légèrement augmenté (1%) à cause des ventes exceptionnelles d'or non-monnaire. Il convient de noter que les transactions sur l'or non-monnaire ne sont pas enregistrées par les statistiques du commerce extérieur commentées au point précédent.

La progression de 2%, de l'excédent de la **balance des services**, est attribuable au fait que les dépenses ont baissé de 4% alors que les recettes n'ont diminué que de 2%. Les activités de transport, de communication et les services aux administrations publiques ont contribué favorablement à l'amélioration du solde de la balance des services, les autres grandes catégories de services ayant enregistré un repli des recettes nettes. Ainsi, les recettes liées aux services financiers, qui contribuent majoritairement à l'excédent courant, se sont détériorées de 5% au cours de trois premiers trimestres 2002 par rapport à la même période de l'année 2001. Toutefois, étant donné que les importations de services financiers ont aussi reculé (-7%), la baisse des recettes nettes s'est limitée à 2%. Cette dégradation des flux de services financiers est à mettre en relation avec la baisse des cours boursiers au niveau international dans la mesure où une grande partie de recettes provient des commissions encaissées sur base de la valeur des actifs détenus par les OPC.

Parmi les autres rubriques du compte courant, les **revenus** ont également vu leurs flux bruts diminuer de 6% en recettes et de 5% en dépenses. Le déficit global des revenus affiche une importante progression (+ 23%) en raison de la hausse continue des rémunérations nettes versées aux travailleurs non-résidents et en raison de la progression du déficit des revenus des investissements directs. Le déficit de la rémunération des salariés a atteint 2 495 millions d'euros sur l'ensemble des trois premiers trimestres 2002 contre 1 646 millions sur la période correspondante de l'année 2001. Cette croissance soutenue s'explique par la progression des salaires et par le fait que les frontaliers continuent d'occuper une part importante des nouveaux emplois créés. L'importante progression de l'excédent de l'ensemble des revenus du capital (+23%) masque quant à elle des évolutions fort contrastées selon les rubriques. Les revenus des investissements directs ont accusé un lourd déficit suite aux bénéfices de l'exercice 2001 imputés aux actionnaires non-résidents. En revanche, les revenus des investissements de portefeuille et des autres investissements se sont soldés par un excédent substantiel qui a permis de résorber le déficit en matière de revenus sur investissements directs.

Enfin, les **transferts courants nets** restent structurellement déficitaires en raison notamment de l'aide au développement et des contributions versées par l'Etat aux institutions internationales.

TABLEAU 26 SOLDES DU COMPTE COURANT

En millions d'euros	Janvier à septembre	
	2001	2002 ⁽¹⁾
Opérations courantes	1 575	1 943
Biens	-1 933	-1 375
Services	5 412	5 522
Rémunération des salariés	-2 031	-2 495
Revenu des investissements ⁽²⁾	650	796
Transferts courants	-523	-505

Note:

(1) Chiffres provisoires

(2) y compris les bénéfices réinvestis

Source : BCL, STATEC

1.2.7.2 Compte de capital

Le compte de capital, qui recense les transferts des migrants, les remises des dettes et les transferts d'actifs non financiers non produits, s'est soldé par un déficit de 144 millions d'euros sur les trois premiers trimestres 2002. Ce déficit provient essentiellement des transferts en capital accordés par les administrations publiques luxembourgeoises.

1.2.7.3 Compte financier

Sur les trois premiers trimestres de l'année 2002, le compte financier s'est soldé par des sorties nettes de 2 717 millions d'euros. Ajouté au léger déficit du compte de capital, le solde négatif du compte financier constitue, aux erreurs et omissions près, le reflet de la capacité de financement de l'économie luxembourgeoise que lui a procuré le surplus du compte courant sur la période couverte. Toutefois, les différents postes du compte financier (investissements directs, investissements de portefeuille et autres investissements) ont enregistré tantôt des sorties importantes pour les uns, tantôt des entrées substantielles pour les autres.

Globalement, les flux d'**investissements directs**²¹ se sont soldés par des sorties nettes de 22 007 millions d'euros.

Les investissements directs à l'étranger, réalisés par les résidents luxembourgeois ont totalisé 65 861 millions d'euros, dont plus de la moitié pour les opérations en capital. Outre la fusion des sociétés Arbed, Aceralia et Usinor qui a été enregistrée sous cette rubrique (à concurrence de cinq milliards d'euros), d'importantes opérations de prises de participations dans des entreprises étrangères ont été effectuées par les sociétés *holdings* résidentes. En dehors de ces opérations en capital, les flux sortants d'investissements directs ont porté sur les prêts et dépôts entre sociétés affiliées.

Les investissements directs au Luxembourg se chiffrent à 43 854 millions d'euros sur l'ensemble des trois premiers trimestres 2002. Ces entrées sont liées, pour près de 70%, à des augmentations de capital social des sociétés *holdings* résidentes. La contrepartie de ces opérations d'augmentation de capital sont les prises de participations dans les entreprises étrangères évoquées au paragraphe précédent. Le reste des flux entrants a pris essentiellement la forme de prêts et dépôts entre sociétés affiliées.

Dans l'ensemble, les **investissements de portefeuille** ont été caractérisés par des entrées nettes de l'ordre de 66 312 millions d'euros.

Du côté des engagements, les achats de titres luxembourgeois par des non-résidents ont totalisé 51 980 millions d'euros, dont 29 209 millions pour les titres de participation et 22 771 pour les placements en titres de dette. L'essentiel des placements en titres de participation luxembourgeois provient des émissions de parts d'OPC et d'actions de la société Arcelor acquises par les non résidents en échange d'actions des sociétés Usinor, Arbed et Aceralia. En ce qui concerne les titres de dette, deux tiers des placements des non-résidents se sont concentrés sur les achats d'instruments du marché monétaire et un tiers sur les titres obligataires.

Du côté des avoirs, les résidents luxembourgeois ont vendu et/ou bénéficié de remboursements de titres émis par les non-résidents pour un montant total de 14 332 millions d'euros. Sur la période couverte, les résidents ont eu tendance à délaissier les placements en actions au profit d'obligations qui ont enregistré des sorties nettes de 9 894 millions. Les résidents ont également bénéficié, à concurrence de 24 088 millions d'euros, de remboursements d'instruments du marché monétaire émis par les non-résidents.

Les flux enregistrés à la rubrique « **autres investissements** » se sont soldés par des sorties nettes de capitaux de l'ordre de 45 710 millions d'euros. Du côté des engagements, les sorties nettes, qui ont atteint 35 150 millions d'euros, sont entièrement attribuables aux mouvements effectués sur les dépôts des établissements de crédit luxembourgeois. Du côté des avoirs, les institutions financières et monétaires ont bénéficié d'importantes entrées (rapatriement de leurs dépôts à l'étranger et /ou remboursement de leurs crédits par des non-résidents) qui ont compensé partiellement les crédits et dépôts consentis aux non-résidents par les autres secteurs. Les créances octroyées aux non-résidents ont totalisé 10 560 millions d'euros.

Durant les trois premiers trimestres 2002, le poste « produits financiers dérivés », qui enregistre les intérêts sur swaps, les primes et les appels de marge relatifs à des achats ou des ventes d'options, s'est soldé par des sorties nettes de l'ordre de 1 270 millions d'euros.

Enfin, sur la période sous revue, les **avoirs de réserve** de la BCL ont augmenté de près de 42 millions d'euros suite à des modifications survenues dans la position de réserve auprès du FMI.

21 Y compris les bénéfices réinvestis.

TABLEAU 27 COMPTE FINANCIER AU COURS DE TROIS PREMIERS TRIMESTRES 2002 ^{(1) (2)}

En millions d'euros	Avoirs	Engagements	Solde
Investissements directs à l'étranger			-65 861
Investissements directs au Luxembourg			43 854
Investissements de portefeuille	14 332	51 980	66 312
Produits financiers dérivés			-1 270
Autres investissements	-10 560	-35 150	-45 710
Avoirs de réserve ⁽³⁾			-42
Erreurs et omissions nettes			1 200

Notes :

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

Source : BCL, STATEC

1.2.8 Les investissements directs au Luxembourg

L'encours d'investissements directs, dont a bénéficié l'économie luxembourgeoise au cours de l'année 2000 (dernière date de disponibilité des chiffres), est évalué à 24 874 millions d'euros²². Soulignons toutefois que ce montant ne couvre que les participations au capital social des entreprises luxembourgeoises et non les autres types de financement tels que les prêts, dépôts et crédits commerciaux accordés aux sociétés affiliées.

En termes de répartition sectorielle, sur la période allant de 1995 à 2000, le secteur bancaire a absorbé en moyenne 68 % des investissements directs venant de l'étranger. La prédominance de ce secteur est le reflet même de la spécialisation de l'économie luxembourgeoise dans les services d'intermédiation financière. Le secteur industriel, avec une proportion moyenne de 14% par rapport à l'encours global, vient en deuxième position après le secteur bancaire. La troisième position, en termes d'attractivité, est occupée par le secteur des assurances, avec une proportion moyenne de 5% dans l'encours total des investissements directs.

Près de 80% des investissements directs au Luxembourg sont réalisés par des résidents de l'Union européenne. Cette proportion passe à près de 90% dans le secteur bancaire. Parmi les pays membres de l'Union européenne, l'Allemagne constitue la première source en investissements directs, avec près de 50% de l'encours global dans le secteur bancaire. Viennent ensuite la Belgique et la France. Ces trois pays limitrophes représentent ensemble une fraction très importante de l'encours total des investissements directs de l'étranger. En dehors de l'Union européenne, ce sont les résidents des Etats-Unis qui investissent le plus au Luxembourg. Soulignons que les entreprises américaines sont plus actives dans le secteur non bancaire. Les troisième et quatrième positions sont occupées respectivement par les résidents suisses et japonais. Enfin, les investissements en provenance du reste du monde (hors UE, Etats-Unis, Japon et Suisse) sont relativement négligeables, avec 2% de l'encours total.

Pour l'année 2000, l'encours global d'investissements directs à l'étranger est estimé à 9 160 millions d'euros. Ce montant n'incorpore que les participations au capital social, les autres types de financements n'étant pas couverts par l'enquête. En général, sur la période allant de 1995 à 2000, les investissements réalisés par les résidents luxembourgeois à l'étranger n'atteignent pas la moitié des investissements directs de l'étranger au Luxembourg. L'économie luxembourgeoise est, de ce fait, largement bénéficiaire nette dans le domaine des investissements directs. En termes de ventilation sectorielle, les investissements luxembourgeois à l'étranger se concentrent essentiellement dans les secteurs autres que les banques et les assurances.

Enfin, en ce qui concerne la rémunération des capitaux investis, les dividendes versés par les entreprises luxembourgeoises à leurs actionnaires non-résidents représentent en moyenne 61% des bénéfices nets réalisés sur la période 1995-2000. En moyenne, ce taux de distribution des dividendes est presque identique pour les dividendes reçus de l'étranger.

²² Les résultats de l'enquête 2001 ne sont pas encore disponibles.

TABLEAU 28 ENCOURS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS (ID)

En millions d'euros	1998	1999	2000
Encours ID de l'étranger	17 798	20 268	24 874
Banques	11 254	12 940	15 368
Assurances	1 049	1 234	1 244
Autres branches d'activité	5 495	6 095	8 262
dont industrie	2 564	2 765	4 839
Encours ID à l'étranger	6 853	8 193	9 160
Banques	1 634	2 166	3 071
Assurances	169	248	297
Autres branches d'activité	5 050	5 779	5 792

Source : STATEC, BCL

L'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille

Origine

Cet encadré résume la contribution de la BCL à l'enquête 2001 sur les investissements de portefeuille (plus connue sous son acronyme anglais CPIS – *Coordinated Portfolio Investment Survey*). La CPIS a été élaborée par le FMI et conduite pour la première fois en 1997.

Faisant suite à l'augmentation continue des transactions internationales sous forme d'investissements de portefeuille et à l'absence de statistiques de bonne qualité dans ce domaine, le FMI avait en effet décidé de proposer aux états membres de réaliser, de manière volontaire, cette enquête²³. Fondée sur une méthodologie standardisée, elle a pour objectif de collecter des données statistiques sur les actifs sous forme d'actions et de dettes à court et à long terme émis par des non-résidents et détenus par des résidents du pays participants. Les titres détenus dans le cadre d'un lien d'investissement direct sont exclus de cette enquête.

Les données sont ventilées par pays de résidence de l'émetteur. Ces informations agrégées sont destinées à être échangées et exploitées par les pays participants à cette enquête, ce qui devrait permettre une amélioration de la qualité des statistiques et une meilleure interprétation des informations recueillies.

Alors que seuls 29 pays ont participé au CPIS pour la première édition en 1997, ils étaient 67 pour la deuxième édition en 2001. Le Luxembourg a contribué à cette dernière en utilisant les données disponibles pour les secteurs des banques, des assurances et des fonds communs de placements. Il convient de noter que, pour cette deuxième édition, certains centres offshore ainsi que la Suisse ont également participé.

Résultats pour le Luxembourg

Le CPIS 2001 pour le Luxembourg fait apparaître, d'une part, l'importance des portefeuilles titres détenus par les résidents luxembourgeois et, d'autre part, la large ventilation géographique de ces investissements.

En effet, les résidents luxembourgeois (OPC, établissements de crédit, assurances et autres) détiennent un total estimé à 821 milliards de dollars américains en placement de titres, représentant 6,5% du total du portefeuille recensé par tous les pays participants dans le cadre de la CPIS 2001. Le total de ce portefeuille est de 12 546 milliards de dollars américains. Le Luxembourg se situe ainsi parmi les quatre pays les plus importants en ce qui concerne la détention de titres.

23 Voir aussi "Final report of the IMF working party on the measurement of international capital flows" ("The Godeaux Report"), IMF, September 1992.

TABLEAU 29 INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DÉTENUS PAR LES 10 PLUS GRANDS PAYS INVESTISSEURS

En milliards de USD						
	Titres de participations	Titres de créances long terme	Titres de créances court terme	TOTAL	% détenus du total portefeuille	
1 Etats-Unis d'Amérique	1 599	506	106	2 211	17,6%	
2 Grande-Bretagne	558	667	78	1 304	10,4%	
3 Japon	227	1 005	58	1 290	10,3%	
4 Luxembourg	319	414	87	821	6,5%	
5 Allemagne	381	402	9	792	6,3%	
6 France	185	438	52	675	5,4%	
7 Italie	239	308	5	552	4,4%	
8 Suisse	247	234	15	496	4,0%	
9 Pays-Bas	235	245	6	486	3,9%	
10 Irlande	136	189	117	441	3,5%	
11 Autres	1 006	1 967	507	3 479	27,7%	
Valeur totale	5 134	6 373	1 038	12 546		

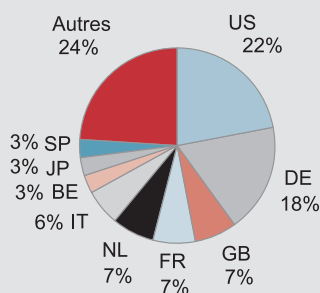
source: FMI, BCL

Il est intéressant de constater que la politique globale des investisseurs luxembourgeois, en terme de ventilation des risques entre actions et obligations, est semblable à celle de l'ensemble des pays participant à cette enquête. Dans les deux cas, environ 40% des investissements totaux dans des titres d'émetteurs étrangers sont réalisés dans des titres de participation (c'est-à-dire notamment en actions) contre 60% dans des titres de créances. Il convient de noter que la politique d'investissement des résidents américains est diamétralement opposée à celle constatée dans les autres pays participants. En effet, les Américains ont effectué 72% de leurs investissements à l'étranger en actions.

En terme de ventilation géographique, les investisseurs résidents au Luxembourg détenaient des titres émis par des résidents de 150 pays étrangers à la fin de l'année 2001. Néanmoins, les investissements de portefeuille des résidents luxembourgeois sont concentrés plus particulièrement sur 17 pays qui regroupent à eux seuls 90% de tous les investissements. Avec 22% du total des investissements de portefeuille, les Etats-Unis d'Amérique sont la contrepartie la plus importante, suivis de près par l'Allemagne (18%).

La ventilation géographique des investissements de portefeuille indique également un ancrage profond dans le monde économique européen. En effet, les pays limitrophes et, en général, les Etats membres de la zone euro sont les bénéficiaires majeurs de ces investissements. Ainsi, les émetteurs domiciliés en Belgique et aux Pays-Bas représentent à eux seuls 10% de tous les investissements de portefeuille. Ce pourcentage passe à 49% pour les émetteurs situés dans les 12 pays membres de la zone euro. Les entités juridiques situées au Luxembourg, collectrices de capitaux d'investisseurs pour une majorité domiciliés dans la zone euro, réinvestissent une grande partie de ces fonds dans les économies de ces mêmes pays. Le CPIS corrobore l'idée que la place financière joue, au sein de la zone euro, le rôle d'un centre de redistribution de l'épargne interne²⁴.

GRAPHIQUE 40 VENTILATION PAR PAYS ÉMETTEUR DU TOTAL DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE DÉTENUS PAR DES RÉSIDENTS LUXEMBOURGEOIS

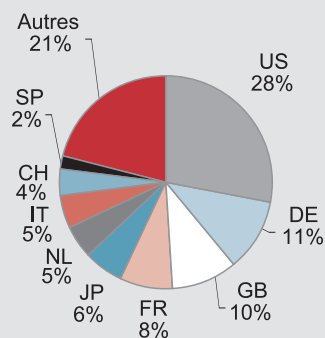


Source : FMI

²⁴ Voir aussi « Report on financial structures », BCE, 2002, page 201 et suivantes.

Il convient de noter que la stratégie des investisseurs luxembourgeois se différencie en fonction du pays de la contrepartie. Ainsi, 27% des investissements dans des titres émis par des résidents américains ont été réalisés dans des titres de participation, contre uniquement 11% dans le cas des émetteurs allemands.

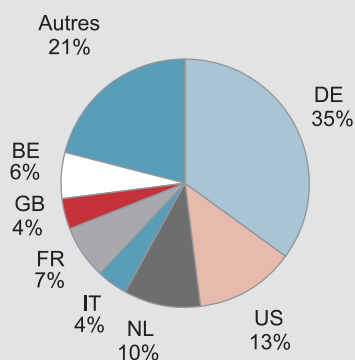
GRAPHIQUE 41 VENTILATION PAR PAYS ÉMETTEUR DU TOTAL DES INVESTISSEMENTS EN TITRES DE PARTICIPATION DÉTENUS PAR DES RÉSIDENTS LUXEMBOURGEOIS



Source : FMI

En revanche, pour les investissements obligataires, les résidents luxembourgeois se tournent davantage vers des débiteurs allemands.

GRAPHIQUE 42 VENTILATION PAR PAYS ÉMETTEUR DU TOTAL DES INVESTISSEMENTS EN TITRES DE CRÉANCES DÉTENUS PAR DES RÉSIDENTS LUXEMBOURGEOIS



Source : FMI

1.2.9 Les finances publiques

1.2.9.1 L'orientation fondamentale de la politique budgétaire

Le projet de budget de l'Etat central a été déposé à la Chambre des Députés le 12 septembre. Dans un contexte économique qui paraissait alors assez favorablement orienté, le projet prévoyait une augmentation des dépenses et des recettes à concurrence de respectivement 7,8 et 8,2%. Cependant, Il est rapidement apparu qu'il importait de ralentir ces rythmes de progression. La croissance économique en 2001 a en effet été revue à la baisse, ce qui laissait augurer une croissance plus faible qu'initialement prévu pour 2002 et 2003. Ce constat a été corroboré par la nette inflexion à la baisse des principaux indicateurs économiques et financiers en 2002. Ce fut en particulier le cas en ce qui concerne les cours de bourse et les bénéfices après provisions et réductions de valeurs des établissements de crédit, soit deux indicateurs dont dépendent étroitement les recettes de l'Etat central.

Les moins-values fiscales prévisibles ont incité le gouvernement à présenter des amendements au budget en novembre 2002. A l'issue de ces ajustements, le budget de l'Etat central affiche une hausse des recettes et des dépenses limitée à 6%. Le budget présenterait par ailleurs un léger excédent.

Si le budget de l'Etat central permet de percevoir les lignes directrices de la politique budgétaire du gouvernement, il n'offre cependant qu'une vision incomplète de la situation d'ensemble des finances publiques. Ainsi, en 2001 l'Etat central ne représentait qu'environ la moitié du budget non consolidé de l'ensemble des administrations publiques luxembourgeoises qui, outre l'Etat central, comprennent les communes et la sécurité sociale. Par ailleurs, le budget dans sa version officielle n'est pas élaboré selon les normes européennes SEC 95, ce qui implique notamment la non prise en compte des dépenses effectives des fonds spéciaux et d'investissement, seules les dotations de l'Etat à ces fonds étant prises en considération dans cette présentation. Enfin, ce sont bien les comptes des administrations publiques qui servent de référence à l'examen de la conformité de la politique budgétaire aux exigences du Traité sur l'Union européenne et du Pacte de Stabilité et de Croissance. Pour ces diverses raisons, les comptes consolidés des administrations publiques méritent d'être examinés plus avant.

TABLEAU 30 LE BUDGET 2003

En millions d'euros, sauf mention contraire

	Budget définitif 2002	Projet de budget 2003	Budget 2003	Croissance ⁽¹⁾ nominale
Recettes	5977,2	6468,7	6349,7	6,2%
Recettes courantes	5935,2	6424,3	6305,3	6,2%
Recettes en capital	42,0	44,4	44,4	5,7%
Dépenses	5999,0	6465,8	6349,2	5,8%
Dépenses courantes	5146,0	5567,3	5521,3	7,3%
Dépenses en capital	853,0	898,6	827,8	-2,9%
Solde	-21,8	2,9	0,5	

Source : Ministère des Finances

⁽¹⁾ Croissance du budget 2003 par rapport au budget définitif de 2002.

1.2.9.2 Les recettes

Exprimées en pourcentages du PIB, les recettes totales collectées par les administrations publiques luxembourgeoises ont fait preuve d'une grande stabilité de 1997 à 2001. La diminution enregistrée en 1998 dans la foulée d'un premier allègement des impôts directs a en effet été compensée par un accroissement de même ampleur du ratio des recettes en 2001. Ce redressement s'est produit en dépit d'une nouvelle réduction des taux de l'impôt sur les traitements et salaires, du fait de la résilience manifestée par les cotisations sociales. Les recettes de cotisations dépendent en effet étroitement de la masse salariale. Or, cette dernière n'a pas subi de plein fouet l'incidence du ralentissement conjoncturel observé en 2001, du fait de la rigidité à la baisse de l'emploi et des salaires moyens. Ce phénomène a amorti l'impact de la décélération économique, de sorte que les recettes totales se sont accrues de près de 5% en 2001.

Les cotisations sociales engrangées en 2002 ont également progressé, bien que dans une moindre mesure par rapport à l'année précédente. Les recettes directes ont également manifesté une grande résilience en 2002, puisqu'elles sont passées de 16 à 17% du PIB dans un contexte pourtant nettement défavorable. D'une part, les recettes directes de 2002 ont été négativement affectées par l'impact de la deuxième étape de la réforme fiscale. Adoptée fin 2001, cette réforme a donné lieu à une nette réduction des taux d'imposition supportés par les particuliers et les collectivités. D'autre part, les bénéfices des sociétés se sont réduits dans le sillage de la sensible décélération de l'activité économique, en particulier dans le secteur financier.

Cette apparente contradiction entre l'évolution des prélèvements directs sur les sociétés et le contexte économique général s'explique par une nette accélération de la perception de soldes d'impôts liés aux exercices budgétaires antérieurs à 2002. Cette accélération s'est d'ailleurs traduite par une forte diminution des provisions pour impôts des établissements de crédit luxembourgeois au cours des derniers mois de 2002. Alors qu'elles se montaient encore à 9,8% du PIB à la fin de 2001, les provisions n'excédaient pas 7,5% du PIB au 31 décembre 2002.

L'évolution des impôts directs et des cotisations sociales enregistrée en 2002 aurait donné lieu à une augmentation d'1,6% du ratio des recettes au PIB. Si une telle progression conforte le compte 2002 des administrations publiques, elle n'est cependant pas de nature à entraîner une amélioration durable de la situation budgétaire. Du fait de la résorption progressive des arriérés d'impôts, les recettes devraient en effet subir une nette décélération à partir de 2004. Selon la quatrième actualisation du programme luxembourgeois de stabilité et de croissance, le ratio des recettes au PIB devrait d'ailleurs fléchir de 2003 à 2005. L'effet de retard de l'allègement du taux de l'impôt des collectivités ne serait en effet plus compensé par une accélération de la perception de l'impôt sur le revenu des collectivités. Le produit de cet impôt et de l'impôt commercial communal, qui lui est étroitement apparenté, devrait même se réduire en 2004 selon les auteurs du programme de stabilité. La croissance nominale des recettes totales des administrations publiques demeurerait appréciable, mais elle serait nettement moins élevée qu'au cours de la période 1997-2001.

TABLEAU 31 RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

(En % du PIB, sauf mention contraire)										
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002	2003	2004	2005
	Données SEC 95 (février 2003)						Programme de stabilité			
Recettes courantes	47,1	45,6	45,6	46,2	46,9	48,5	46,4	46,8	45,8	45,4
Dont impôts directs	17,4	16,4	15,8	15,8	15,9	16,9	--	--	--	--
Dont impôts indirects	13,6	13,5	14,4	15,0	14,3	14,3	--	--	--	--
Dont cotisations sociales	11,5	11,2	11,4	11,4	12,5	13,1	--	--	--	--
Recettes en capital	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Recettes totales	47,2	45,8	45,8	46,3	47,0	48,6	46,6	47,0	46,0	45,6
pour mémoire croissance nominale des recettes totales (%)	9,0	6,3	9,4	13,3	4,9	4,8	--	4,1	2,7	4,2

Source : STATEC, quatrième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2001-2005, calculs BCL.

Notes : Les données de recettes totales relatives aux quatre dernières colonnes émanent du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg. La ventilation entre les recettes courantes et les recettes en capital qui figure au tableau résulte d'estimations de la BCL. Par ailleurs, le taux de croissance des recettes calculé pour 2003 est dérivé sur la base du montant des recettes estimé dans le programme de stabilité pour 2002.

1.2.9.3 Les dépenses

Les dépenses totales des administrations publiques se seraient accrues au rythme soutenu de 10% en 2002, abstraction faite de l'impact d'une opération non récurrente liée à SES Global, qui avait permis de réduire les dépenses à raison de 2% du PIB en 2001. En conséquence, elles se seraient montées à quelque 46% du PIB en 2002, ce qui excède nettement le niveau observé au cours des années précédentes. Les transferts sociaux ont connu une progression particulièrement élevée en 2002, qui s'est élevée à près de 13% en termes nominaux.

TABLEAU 32 DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

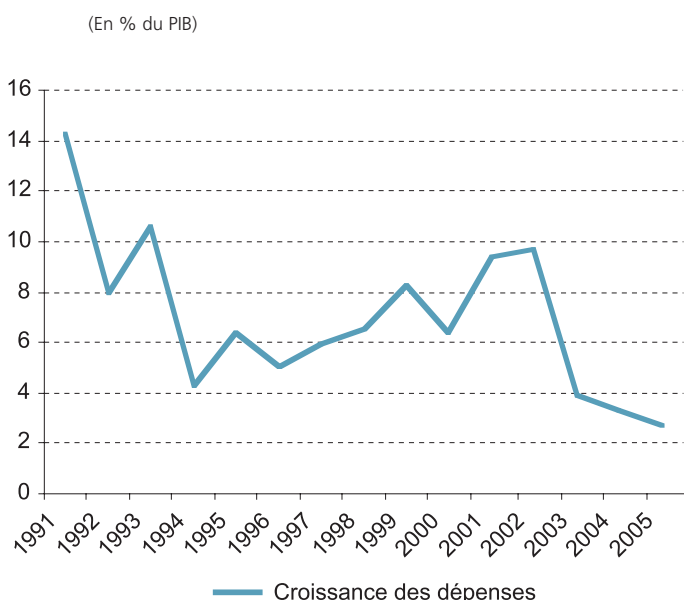
(En % du PIB, sauf mention contraire)										
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002	2003	2004	2005
	Données SEC 95 (février 2003)						Programme de stabilité			
Transferts sociaux	21,1	19,9	20,4	19,3	20,7	23,1	--	--	--	--
Investissements publics	4,2	4,5	4,6	4,1	4,3	4,7	--	--	--	--
Rémunération des employés	9,2	8,8	8,5	8,0	8,3	9,0	--	--	--	--
Autres dépenses	9,5	9,5	8,8	8,8	7,4	9,3	--	--	--	--
Dépenses totales	44,0	42,7	42,3	40,2	40,6	46,1	47,0	47,3	46,7	45,6
pour mémoire croissance nominale des dépenses (%)	5,9	6,5	8,3	6,4	9,4	9,7	--	3,9	3,3	2,7

Source : STATEC, quatrième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2001-2005, calculs BCL.

Notes : Les dépenses totales relatives aux quatre dernières colonnes émanent du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg. Les dépenses enregistrées en 2001 ont été négativement affectées par une opération non récurrente, à savoir la vente d'une licence d'exploitation à la société SES Global. Ce facteur explique la forte diminution du poste « autres dépenses » en 2001 et sa forte augmentation en 2002. Par ailleurs, le taux de croissance des dépenses calculé pour 2003 a été dérivé sur la base des dépenses totales postulées pour 2002 dans le programme de stabilité et de croissance.

La sensible augmentation des dépenses totales ne serait que partiellement résorbée au cours des années ultérieures. Le ratio des dépenses demeurerait en effet élevé en 2003 et en 2004, et il ne déclinerait que d'un point de PIB en 2005. Les taux nominaux de croissance correspondants, calculés à partir des données du programme de stabilité luxembourgeois, atteindraient 3,9% en 2003, 3,3% en 2004 et 2,7% en 2005. Ces taux paraissent peu élevés à l'aune de la progression des dépenses observée dans un passé récent. Ainsi, les dépenses totales des administrations publiques se sont en moyenne accrues de 8% par an durant la période 1991-2001,²⁵ avant de connaître une hausse de 10% en 2002. Une sensible décélération de la croissance des dépenses devrait donc survenir pour assurer le respect des objectifs du programme de stabilité.

GRAPHIQUE 43 TAUX NOMINAUX DE CROISSANCE DES DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES



Source : programme de stabilité, STATEC, calculs BCL

Il est incertain, voire douteux, qu'une telle décélération puisse être mise en œuvre en l'absence de réformes structurelles, car au moins quatre facteurs de hausse spontanée des dépenses vont se manifester au cours de la période sous revue. En premier lieu, les investissements publics devraient progresser de façon soutenue. Selon les auteurs du programme de stabilité, les investissements de l'Etat central devraient même augmenter de quelque 31,1% en 2003. En second lieu, le traitement des agents de l'Etat doit être revalorisé à raison d'1,6% en janvier 2003 et 2004, en vertu du dernier accord salarial. En troisième lieu, les dépenses de pensions sont susceptibles de progresser de façon soutenue, du moins à politique inchangée. Une projection de référence effectuée par la BCL indique en tout cas que les prestations du régime général de pensions devraient s'accroître de 8% en 2003,²⁶ de plus de 4% en 2004 et de 7% en 2005. Enfin, les prestations de soins de santé connaissent une croissance structurelle soutenue en raison notamment du coût des nouvelles technologies médicales et de l'accroissement continu du nombre d'assurés. Le taux de croissance de ces prestations se serait établi à 9,3%, en moyenne, de 1998 à 2001.²⁷

Il paraît difficile de se conformer aux objectifs de dépenses du programme, du moins en l'absence de réformes susceptibles de ralentir la croissance spontanée des dépenses publiques. Une évolution moins

²⁵ Compte non tenu de l'impact de l'opération SES Global.

²⁶ Ce taux de croissance élevé reflète notamment la récente adaptation des pensions au pouvoir d'achat des salaires (+3,5%). Une autre adaptation devrait survenir en 2005.

²⁷ Rapport général sur la sécurité sociale, IGSS, 2001 et 2002.

favorable que prévue des soldes pourrait certes être contrée par un accroissement des recettes. Cependant, une hausse de la pression fiscale affecterait la compétitivité de l'économie luxembourgeoise au moment même où cette dernière est déjà confrontée à de nombreux défis. Un effort structurel d'encadrement de la croissance des dépenses demeure la seule option disponible dans un tel contexte. Il se justifierait d'autant plus que la dépense publique moyenne par habitant est élevée au Luxembourg (voir l'encadré ci-dessous).

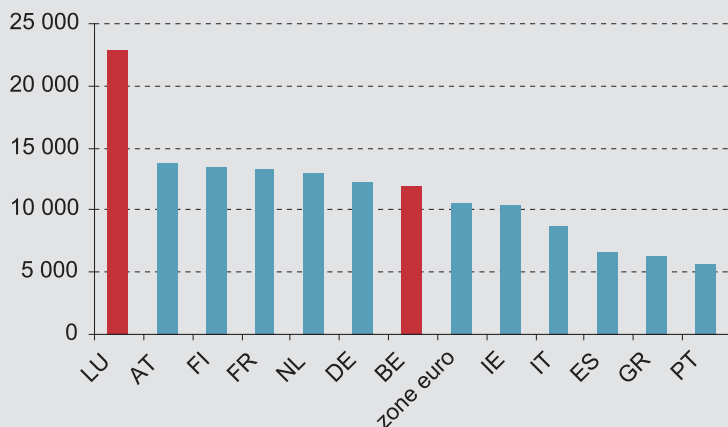
Les dépenses des administrations publiques au Luxembourg et dans la zone euro

Les comparaisons internationales du niveau des dépenses publiques s'effectuent généralement sur la base du ratio entre le montant nominal des dépenses et le PIB. Ce type de présentation n'est certes pas dénué de fondement, mais il gagnerait à être complété par une comparaison du montant absolu des dépenses publiques, exprimé par tête d'habitant. Le ratio des dépenses au PIB tend en effet à sous-estimer l'importance des dépenses publiques dans un pays comme le Luxembourg, où le PIB par habitant diffère nettement de la moyenne observée dans l'ensemble de la zone euro.

Le graphique ci-joint reprend le montant moyen par résident des dépenses publiques dans les 12 pays de la zone euro, où les différentes données requises ont fait l'objet d'une collecte harmonisée selon les principes du système comptable européen SEC 95. Seules les dépenses primaires ont été considérées dans le graphique. Les charges d'intérêt ne sont en effet que le reflet de la situation patrimoniale des administrations publiques, qui résulte elle-même de la sédimentation des soldes budgétaires passés. En outre, ces charges ne peuvent être assimilées à de réelles prestations de service public.

GRAPHIQUE 44 DÉPENSES PRIMAIRES PAR HABITANT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES

(En euros par an)



Source : EUROSTAT, SEBC, STATEC, Programme de stabilité, calculs BCL

Le Luxembourg serait de loin le pays de la zone euro où les dépenses primaires par habitant sont les plus élevées. Elles se seraient en effet montées à 23 000 euros par habitant en 2002, soit 2,2 fois plus que la moyenne de la zone et 66% de plus que le pays qui figure au second rang du classement, à savoir l'Autriche.

Ce constat doit certes être quelque peu nuancé, car une proportion significative des dépenses des administrations publiques luxembourgeoises a pour destinataires les frontaliers et non la population résidente. L'importance de ce facteur ne doit cependant pas être surestimée. Si les frontaliers représentent environ 35% de la population active, la proportion des dépenses publiques qui leur est imputable est nettement moindre. Ainsi, les données collectées par l'IGSS sur les transferts à l'étranger en 2001 permettent d'estimer la part des frontaliers dans les dépenses de pensions totales – y compris les régimes spéciaux – et dans les dépenses des caisses de maladie à respectivement 12% et 17%. Ces

faibles taux s'expliqueraient par leur moyenne d'âge, qui est plus basse que celle de la population résidente. Les frontaliers représenteraient par ailleurs 27% des autres catégories de prestations sociales, à savoir l'assurance dépendance, l'assurance accidents et les prestations familiales. Enfin, les dépenses de personnel des administrations publiques bénéficient quasi exclusivement aux résidents. Dans l'hypothèse où les frontaliers représenteraient 35% des dépenses publiques non considérées ci-dessus, la part de ces travailleurs dans les dépenses totales des administrations publiques luxembourgeoises n'excéderait pas 20%. Même après ajustement pour le facteur frontalier, les dépenses publiques primaires exprimées par tête d'habitant demeureraient nettement supérieures à la moyenne de la zone euro, à concurrence de plus de 70%.

1.2.9.4 Les capacités ou besoins de financement

2002 est une année charnière en ce qui concerne l'évolution des soldes budgétaires. Alors que les administrations publiques ont enregistré des surplus croissants au cours des années précédentes, qui ont culminé à quelque 6,4% du PIB en 2001, elles présenteraient un excédent limité à 2,6% du PIB en 2002. Ce solde est certes nettement plus favorable que le déficit de 0,3% du PIB mentionné dans la dernière actualisation du programme de stabilité et de croissance luxembourgeois. Cependant, cette amélioration reflète dans une large mesure une nette accélération de la perception des impôts sur les sociétés, qui devrait marquer le pas dès 2004. La dernière actualisation du programme de stabilité indique d'ailleurs que le solde budgétaire des administrations publiques subirait une dégradation en 2004, en raison notamment du fléchissement des recettes perçues au titre de l'impôt commercial communal et de l'impôt sur le revenu des collectivités. Selon le programme, le déficit tendrait à se résorber en 2005, mais cette amélioration serait largement tributaire d'une sensible amélioration du solde budgétaire des communes et du maintien d'importants excédents de la sécurité sociale. L'administration centrale, qui comprend les fonds spéciaux et les fonds d'investissement, accuserait quant à elle de substantiels déficits dès 2002, qui atteindraient près de 3% du PIB dès 2004.

TABEAU 33 SOLDES BUDGÉTAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGOISES

(En % du PIB)										
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002	2003	2004	2005
1 Soldes effectifs : capacité (+) ou besoin (-) de financement	Données SEC 95 (février 2003)						Programme de stabilité			
1.1 Administration centrale	1,9	1,4	2,1	3,0	3,1	-0,1	-2,2	-2,1	-2,8	-2,8
1.2 Administrations locales	0,5	0,3	0,2	0,6	0,2	0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,1
1.3 Sécurité sociale	0,8	1,4	1,3	2,5	3,1	2,4	2,2	2,4	2,7	2,9
1.4 Ensemble des administrations publiques (= 1.1+1.2+1.3)	3,2	3,1	3,5	6,1	6,4	2,6	-0,3	-0,3	-0,7	-0,1
2 Composante cyclique des soldes effectifs de l'ensemble des pouvoirs publics	-0,9	0,0	0,2	1,2	0,8	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4
3 Soldes de l'ensemble des administrations publiques corrigés de l'incidence des cycles (=1.4-2)	4,1	3,1	3,3	4,9	5,6	2,8	-0,1	0,2	-0,2	0,3

Source : STATEC, quatrième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2001-2005, calculs BCL

Notes : Les soldes effectifs relatifs aux quatre dernières colonnes émanent du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg. Les soldes corrigés sont égaux aux soldes effectifs diminués de la composante conjoncturelle du solde. Cette dernière a été calculée par la BCL au moyen de la méthode d'Hodrick- Prescott.

Aprurés de l'impact du ralentissement conjoncturel, les soldes des administrations publiques figurant au programme de stabilité paraissent renouer avec l'équilibre, même en 2004 et en 2005. Cependant, il importe de rappeler que ces résultats supposent un strict encadrement de la progression des dépenses de 2003 à 2005. De surcroît, ces résultats pourraient être négativement affectés par des incertitudes géopolitiques. Enfin, les excédents de la sécurité sociale prévus au cours de la période 2003-2005 paraissent relativement optimistes. Ces excédents sont dans une large mesure alimentés par le régime général de pensions. Or, des simulations effectuées par la BCL suggèrent que le régime de pensions va subir une diminution de ses excédents au cours des prochaines années, du fait notamment du net ralentissement de la croissance de l'emploi en 2002 et en 2003. Ce dernier facteur devrait d'ailleurs

affecter d'autres branches de la sécurité sociale, comme l'assurance maladie, où les recettes sont également étroitement conditionnées par l'évolution de la masse salariale.

Dans un tel contexte, les soldes budgétaires pourraient en définitive être moins favorables que prévu, ce qui souligne la nécessité d'une grande rigueur dans l'élaboration, l'exécution et le suivi des budgets successifs. Une politique proactive serait d'autant plus indiquée qu'il existe un substantiel écart entre les excédents budgétaires significatifs qui figuraient dans la troisième actualisation du programme de stabilité et les soldes projetés dans le cadre du nouveau programme.

Les perspectives à long terme du régime général de pensions

Dans le cadre du récent Cahier d'études n°6 de la BCL, diverses simulations relatives aux perspectives budgétaires du régime général de pensions luxembourgeois ont été présentées. De telles projections se heurtent inévitablement à de nombreuses difficultés au Luxembourg, tant il est difficile de prévoir l'évolution des déterminants de l'équilibre budgétaire du régime à plusieurs décennies de distance. Cependant, l'économie luxembourgeoise présente diverses spécificités – par exemple un nombre élevé de travailleurs frontaliers et immigrés – dont les effets se déploient sur un horizon de très long terme. Il importe dès lors d'élaborer des outils permettant de mieux appréhender les évolutions futures.

Un scénario de référence, qui ne constitue pas une prévision au sens strict du terme, a été élaboré sur la base de diverses hypothèses. Les deux hypothèses les plus cruciales se rapportent aux arrivées nettes de frontaliers et d'immigrants, qui s'élèveraient respectivement à 7 000 et 4 000 personnes par an à partir de 2005. Par ailleurs, la projection de référence inclut les mesures adoptées dans la foulée du *Rentendesch* et suppose le maintien du taux de cotisation à 24% des revenus cotisables.

La soutenabilité à terme du système de pensions paraît précaire sous ces hypothèses. D'importants excédents budgétaires seraient certes engrangés dans un premier temps, sous l'effet des cotisations sociales versées par les travailleurs étrangers et frontaliers. Il en résulterait une hausse soutenue du niveau des réserves, qui culmineraient à près de 50% du PIB en 2028. Les excédents primaires commenceraient cependant à décliner dès 2015, tandis que la capacité de financement diminuerait à partir de 2021. Elle céderait la place à un besoin de financement, qui s'élèverait à quelque 8% du PIB en 2085. Dans un tel contexte, un premier endettement ferait son apparition en 2055. Il atteindrait 60% du PIB vers 2070 et 109% en 2085.

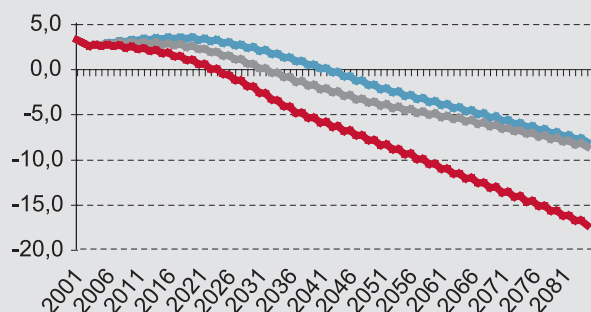
Deux variantes de la simulation de référence livrent des résultats moins favorables encore. Dans la première variante, où la population plafonne à 700 000 habitants à partir de 2048 du fait notamment d'une annulation de l'immigration nette, la dette du régime de pensions se monterait à quelque 170% du PIB en 2085. Cet endettement serait égal à 132% du PIB dans une seconde variante, caractérisée par un ralentissement des arrivées nettes de frontaliers (4 000 par an au lieu de 7 000 dans la projection de référence).

Dans un environnement économique devenu moins favorable, il a paru intéressant de combiner les scénarios d'une baisse simultanée des entrées de frontaliers et d'immigrants, calibrée de telle manière que l'emploi total stagne durant l'intégralité de l'horizon de projection (2001-2085). Cette nouvelle projection, qui ne constitue pas une prévision au sens strict du terme, vise simplement à illustrer les conséquences d'une stagnation durable de l'activité économique. Elle se rapproche conceptuellement du scénario « pessimiste » de l'évaluation actuarielle du Bureau International du Travail et donnerait lieu à un taux de croissance réel du PIB égal aux seuls gains de productivité (2% par an).

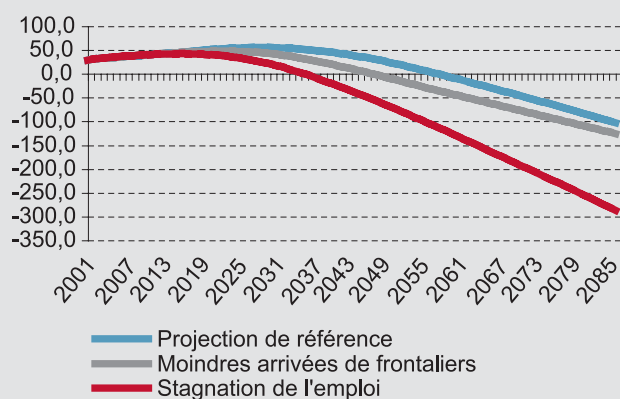
Dans ce nouveau scénario, l'immigration nette est supposée décliner graduellement, pour atteindre 3 000 unités par an de 2011 à 2020, 2 000 par an de 2021 à 2030 et 1 000 par an durant le reste de l'horizon de projection, alors que le solde migratoire demeurerait constant à 4 000 unités par an dans la projection de référence. En second lieu, les arrivées nettes de frontaliers sont déterminées de façon résiduelle dans le nouveau scénario, de façon à assurer la constance de l'emploi total. Ce nombre résiduel de travailleurs frontaliers serait nul de 2005 à 2010, et oscillerait autour de 2 500 unités par an par la suite. Ce double ajustement paraît plus équilibré et plus réaliste qu'un scénario où la stagnation de l'emploi serait supportée par une seule des deux catégories de travailleurs précitées, c'est-à-dire les frontaliers ou les immigrants.

GRAPHIQUE 45 RÉSULTATS BUDGÉTAIRES DU RÉGIME GÉNÉRAL SOUS TROIS SCÉNARIOS
(En % du PIB)

1. Capacité (+) ou besoin (-) de financement, y compris les charges d'intérêt



2. Réserve (+) ou dette (-) du régime général de pensions



Source : IGSS, STATEC, calculs BCL

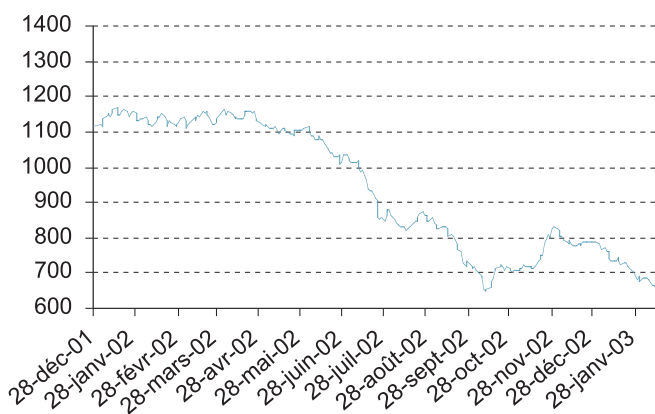
Les deux principaux indicateurs budgétaires, à savoir le besoin net de financement et le degré d'endettement, sont présentés dans le graphique ci-joint pour la projection de référence présentée dans le cahier d'étude et pour le scénario d'une stagnation de l'emploi. Il apparaît clairement que ce dernier scénario s'accompagne de résultats budgétaires préoccupants. Ainsi, les surplus du régime général commenceraient à se réduire dès 2002. Alors que l'excédent se montait encore à 2,9% du PIB en 2001, il se limiterait à 1,4% en 2015 et un besoin de financement surviendrait dès 2023. Pour rappel, la simulation de référence laissait encore augurer un substantiel excédent en 2023, égal à 2,8 du PIB. La détérioration des soldes se poursuivrait tout au long de l'horizon de projection, de sorte que le besoin de financement annuel atteindrait près de 18% du PIB en 2085.

Dans un tel contexte, les réserves du système de pensions culmineraient déjà en 2017, à 35,5% du PIB. Le premier endettement apparaîtrait en 2034 alors qu'il ne surviendrait qu'en 2055 dans la simulation de référence. L'endettement du régime général de pensions dépasserait 60% du PIB dès 2047 et il se monterait à près de 300% du PIB en 2085.

1.2.10 L'activité boursière au Luxembourg

L'indice LuxX n'a pas échappé à la chute globale des marchés boursiers et a enregistré une baisse de 29% en 2002. Celle-ci a été principalement orchestrée par les importantes incertitudes économiques et géopolitiques au niveau mondial. Un facteur national, à savoir l'abolition progressive de la loi Rau²⁸, pourrait également avoir pesé sur le cours des actions cotées à la Bourse de Luxembourg.

GRAPHIQUE 46 ÉVOLUTION DE L'INDICE LUXX



Source : Bloomberg

Dans le sillage de la dégringolade des marchés boursiers, la capitalisation boursière des sociétés cotées a sensiblement reculé en 2002. Ce recul a été particulièrement important pour les entreprises étrangères cotées. Ainsi, la capitalisation boursière des sociétés étrangères cotées a reculé de 33% par rapport au 31 décembre 2001 et celle des sociétés domestiques de 12%. Le recul de la capitalisation boursière est allé de paire avec la baisse du nombre de sociétés cotées à la Bourse de Luxembourg.

TABLEAU 34 CAPITALISATION BOUSIÈRE EN MILLIONS D'EUROS

	Capitalisation			Variation	Nombre
	31/12/200	31/12/2001	31/12/2002	2001/2002	2001/2002
Sociétés domestiques	36 231	26 711	23 569	-12%	48/48
Sociétés étrangères	522 986	419 335	281 423	-33%	209/197
Total	559 217	446 046	304 991	-32%	257/245

Source : Bourse de Luxembourg

Au cours de l'année 2002, la Bourse de Luxembourg a admis à sa cote 7 531 nouvelles valeurs, portant ainsi le nombre total des valeurs cotées à 26 486 unités se répartissant en 18 883 obligations, 5 798 OPC, 1 537 warrants et 268 actions. Les obligations représentent la majeure partie des valeurs cotées (71%) suivies des OPC (22%), des warrants (6%) et des actions (1%).

Ainsi, le nombre de valeurs cotées à la Bourse de Luxembourg a progressé de 13% en 2002 contre 19% en 2001 et 15% en 2000.

²⁸ La loi Rau offre la possibilité d'une déduction fiscale pour l'année 2002 de 1500 euros par personne ou 3000 euros pour un couple marié lorsque ces fonds sont investis dans des titres émis par des entreprises luxembourgeoises.

TABLEAU 35 NOMBRE DE VALEURS COTÉES

	Total	Obligations	OPC	Warrants	Actions
1996	12 870	8 441	2 766	1 350	313
1997	14 478	9 574	3 030	1 557	317
1998	15 386	10 513	3 337	1 228	308
1999	17 051	12 021	3 658	1 060	312
2000	19 690	13 679	4 625	1 089	297
2001	23 438	16 447	5 407	1 306	278
2002	26 486	18 883	5 798	1 537	268

Source : Bourse de Luxembourg

Les doutes quant à la conjoncture économique internationale et les incertitudes géopolitiques ont impliqué une prudence particulière de la part des investisseurs, qui s'est traduite par une nette baisse en nombre et en volume des échanges à la Bourse de Luxembourg pendant l'année sous revue.

Les échanges ont atteint le volume de 1 747 millions d'euros, soit un recul de 28% par rapport à 2001, tandis que le nombre de transactions a baissé de 30% sur l'année. En volume, le marché a été dominé par le compartiment des obligations qui, à lui-seul, a représenté 70% du volume total des échanges réalisés en 2002. Les échanges sur actions ont compté pour 17% du volume total des échanges et les OPC pour 13%.

Ces chiffres confirment donc clairement la réticence des investisseurs dans un environnement particulièrement incertain. A titre de comparaison, en 2000, le marché avait été dominé par les transactions sur actions qui atteignaient un poids de 47% dans le total du volume des échanges contre 35% pour les échanges sur obligations.

TABLEAU 36 VOLUME DES ÉCHANGES EN MILLIONS D'EUROS

	2000		2001		2002		Variation	
	Nombre	Volume	Nombre	Volume	Nombre	Volume	Nombre	Volume
Obligations	33 561	1000,6	27 091	1 361,8	15 341	1 223,6	-43%	-25%
Actions	43 938	1321,6	27 046	494,2	22 893	291,8	-15%	-41%
OPC	16 901	496,7	7 769	292,7	5 132	231,4	-34%	-21%
Warrants	52	1,1	152	0,8	36	0,4	-76%	-51%
Total	94 452	2819,9	62 058	2 419,5	43 402	1 747,2	-30%	-28%

Source : Bourse de Luxembourg

