



1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 La situation économique au niveau international

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

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

TABLEAU 1 : TAUX DIRECTEURS DE L'EUROSISTÈME

Avec effet à compter du ¹	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement		Facilité de prêt marginal	
	Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
11/05/2001	3,50%	-0,25	4,50%	-0,25	5,50%	-0,25
31/08/2001	3,25%	-0,25	4,25%	-0,25	5,25%	-0,25
18/09/2001	2,75%	-0,50	3,75%	-0,50	4,75%	-0,50
09/11/2001	2,25%	-0,50	3,25%	-0,50	4,25%	-0,50
06/12/2002	1,75%	-0,50	2,75%	-0,50	3,75%	-0,50
07/03/2003	1,50%	-0,25	2,50%	-0,25	3,50%	-0,25
06/06/2003	1,00%	-0,50	2,00%	-0,50	3,00%	-0,50

Source : BCE

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

Les décisions d'assouplissement de la politique monétaire prises durant le premier semestre résultaient de l'amélioration des perspectives de stabilité des prix à moyen terme, en raison notamment de l'atonie de la croissance économique et de l'appréciation du cours de change de l'euro.

Cette période était marquée par des incertitudes considérables concernant l'activité économique globale dans le sillage des tensions géopolitiques au Moyen Orient et de leurs retombées sur les prix du pétrole et les marchés financiers. D'autres incertitudes provenaient de l'épidémie du SRAS en Asie et des doutes croissants sur les déficits structurels américains.

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

Les incertitudes sur les marchés financiers ainsi que le bas niveau des taux d'intérêt ont amené les investisseurs à des arbitrages de portefeuille en faveur d'actifs liquides et à court terme. Dans ce contexte de préférence pour la liquidité, la croissance monétaire s'est installée à des niveaux élevés.

Le recoupement des analyses économiques et monétaires récentes a confirmé que l'orientation actuelle de la politique monétaire demeure compatible avec le maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

En ce qui concerne l'analyse économique, les informations récentes indiquent une amélioration de la conjoncture européenne au second semestre 2003. En sus, le Conseil des gouverneurs table sur un raffermissement de l'activité économique mondiale en 2004. Parallèlement, le Conseil des gouverneurs se montre préoccupé par les variations excessives des taux de change, susceptibles d'exercer des effets modérateurs sur les exportations européennes. S'agissant des perspectives en matière de prix, ceux-ci vont demeurer favorables. Ils devraient se maintenir autour de 2% à moyen terme et descendre en dessous des 2% à long terme.

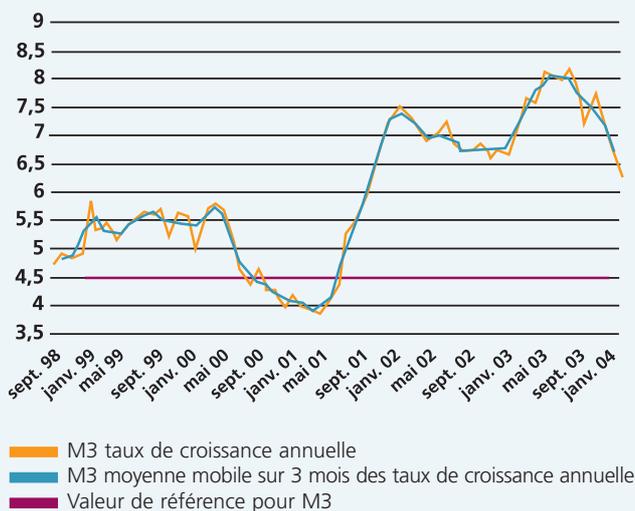
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

En ce qui concerne l'analyse monétaire, en dépit d'un certain ralentissement, la croissance annuelle de M3 est restée soutenue. Certes, le bas niveau des taux d'intérêt continue à favoriser la préférence pour les actifs liquides et à court terme.

Or, avec l'amélioration de la situation sur les marchés financiers et la réduction de l'incertitude pesant sur les perspectives économiques, les investisseurs commencent à réaménager peu à peu leurs portefeuilles au détriment des actifs monétaires et en faveur d'actifs à plus long terme non inclus dans M3.

Globalement, pendant l'année 2003, les taux de croissance annuels de M3 ont augmenté jusqu'en juillet (8,65% en juillet 2003) et se sont ensuite repliés (6,4% en janvier 2004).

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



Source : BCE

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

GRAPHIQUE 2 : ÉVOLUTION DU BUND 10 ANS ET DU T-NOTES 10 ANS



Source : Bloomberg

Pendant le premier semestre 2003, les taux obligataires à long terme ont reculé aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis. Ce repli des taux longs a principalement été alimenté par les tensions géopolitiques et par la publication de données macroéconomiques laissant entrevoir une reprise plus faible qu'attendu. Ces évolutions du marché obligataire reflètent également d'importants réaménagements de portefeuille effectués au détriment d'actifs plus risqués, tels que les actions.

A partir de la deuxième moitié du mois de juin, les taux obligataires ont entamé leur mouvement haussier. La nette progression des rendements des emprunts publics a été entraînée par le regain d'optimisme des investisseurs quant aux perspectives d'activité économique aux Etats-Unis. Les effets de contagion provenant de la hausse des rendements américains ont été le principal facteur à l'origine de la hausse des taux longs au sein de la zone euro. A cela s'est ajouté un léger regain d'optimisme parmi les opérateurs de marché quant aux perspectives de l'activité économique dans la zone euro.

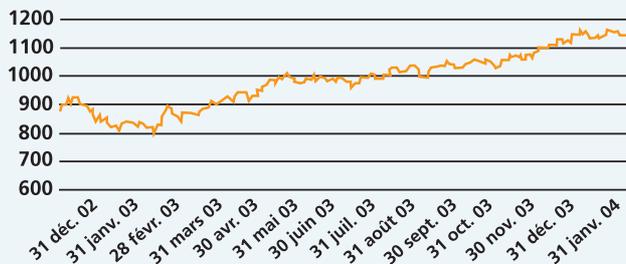
La tendance à la hausse s'est interrompue en septembre, dans le sillage d'anticipations moins optimistes en matière de croissance aux Etats-Unis. Ce retournement de sentiment a été déclenché par des chiffres moins bons que prévus au niveau de l'emploi et de la confiance des consommateurs.

En octobre, avec la publication de chiffres confirmant le redressement économique mondial, les rendements des emprunts publics à long terme ont repris leur mouvement haussier. Finalement, fin 2003 et début 2004, les rendements des emprunts publics à long terme ont légèrement fléchi sous l'influence de la perception des opérateurs de marché que les banques centrales vont poursuivre leurs politiques monétaires accommodantes et maintenir les taux d'intérêt à leurs niveaux bas plus longtemps qu'anticipé.

Le rendement des emprunts publics européens à 10 ans, mesurés ici par l'emprunt allemand Bund 10 ans, a terminé l'année 2003 sur le niveau de 4,25% (contre 4,20% fin 2002) et l'emprunt public américain T-Note 10 ans à 4,29% fin 2003 (contre 3,81 fin 2002). Finalement, le 26 février, le rendement du Bund 10 ans était à 4,09% et celui du T-Note 10 ans à 4,03%.

1.1.3 Les marchés boursiers

GRAPHIQUE 3 : ÉVOLUTION DU S&P 500



Source : Bloomberg

GRAPHIQUE 4 : ÉVOLUTION DU EUROSTOXX BROAD



Source : Bloomberg

2003 a été caractérisée par une nette reprise des marchés boursiers. Sur l'année 2003, le S&P500 a progressé de 26% et le DJ Eurostoxx de 18%. Les cours boursiers américains et européens, tels que mesurés par le S&P500 et le DJ Eurostoxx, ont reculé jusqu'à la mi-mars avant d'entamer un long mouvement haussier. La baisse en début d'année s'inscrivait dans un contexte caractérisé par les tensions géopolitiques et les inquiétudes persistantes du marché quant aux perspectives économiques mondiales. A partir de la mi-mars, un redressement a eu lieu dans les marchés avec le début des opérations militaires en Iraq, entraînant des arbitrages de portefeuille au profit des actions. Les incertitudes régnant sur les marchés boursiers se sont progressivement atténuées avec la fin des opérations militaires.

Depuis lors, les cours boursiers ont poursuivi leur orientation à la hausse. Cette évolution a bénéficié de la publication d'une série de données économiques meilleures que prévu et du regain d'optimisme des opérateurs quant aux perspectives d'activité économique et de bénéfices des entreprises.

Les cours boursiers se sont ensuite stabilisés pendant l'été et ont renoué avec leur mouvement ascendant en automne. Ceci est dû en partie à l'amélioration du sentiment des opérateurs quant aux perspectives économiques mondiales dans le sillage de la publication de données macroéconomiques favorables. Les bourses ont également été soutenues en fin d'année par la publication de résultats des entreprises cotées supérieurs aux attentes. La hausse des cours boursiers s'est poursuivie début 2004, sous l'effet d'une appréciation optimiste des perspectives de bénéfice des entreprises cotées. Les cours des actions devraient également avoir profité du repli des rendements des taux obligataires à long terme.

1.1.4 Les taux de change

A la fin de l'année 2003, en termes effectifs et nominaux², le taux de change de l'euro était de 11% supérieur à celui de fin 2002 et de 17% supérieur à sa moyenne de 2002.

GRAPHIQUE 5 : ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE USD/EUR



Source : Bloomberg

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

² C'est-à-dire par rapport à un panier de devises.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Le cours de change USD/EUR a ensuite enregistré d'importantes fluctuations en mars et en avril en réaction aux nouvelles relatives au déroulement des opérations militaires en Irak. Avec la fin des actions militaires, les investisseurs ont recentré leur attention sur la persistance du déficit courant américain. Ainsi, l'euro s'est davantage raffermi face au dollar. Le différentiel des taux d'intérêt à court terme entre l'euro et le dollar devrait également avoir affecté le cours de change USD/EUR.

Début juin, suite à des signes plus positifs émanant de la confiance des consommateurs américains et du climat des affaires, le dollar s'est stabilisé contre l'euro dans une fourchette étroite comprise entre 1,17 et 1,19.

A partir de mi-juin, les opérateurs de marché ont revu à la hausse leurs anticipations concernant l'activité économique aux États-Unis et le dollar s'est renforcé de nouveau par rapport à l'euro. En septembre, les marchés de change ont évolué dans le sillage des déclarations à l'issue de la réunion du G7 à Dubaï plaidant pour une plus grande flexibilité des taux de change. Cette déclaration a surtout déclenché une appréciation généralisée du yen et un fort affaiblissement du dollar.

En novembre, un nouveau rebond de l'euro a été entraîné par des craintes de mesures protectionnistes américaines en particulier contre l'industrie chinoise du textile et une résurgence des attaques terroristes. Le recul du dollar américain par rapport à l'euro s'est accentué fin 2003 et début 2004. Malgré de nouveaux signes d'amélioration de l'économie américaine, les opérateurs sont préoccupés par la situation sur le marché de l'emploi et les déficits américains, en particulier le déficit persistant et important de la balance des opérations courantes.

L'euro a clôturé l'année sur le niveau de 1,26 USD, soit une hausse de 19% sur l'année. En février 2004, l'euro a temporairement passé le cap de 1,29 USD pour cependant se replier par la suite et traîner dans une fourchette comprise entre 1,21 et 1,24 USD depuis lors. Ce repli a eu lieu notamment suite à une série de déclarations publiques d'inquiétude quant aux possibles répercussions de l'évolution du dollar sur l'industrie exportatrice européenne.

1.1.5 Les prix à la consommation

Mesurée par l'IPCH, l'inflation dans la zone euro s'est établie à 2,1% en moyenne en 2003, soit une diminution de 0,1% par rapport au taux moyen enregistré en 2002.

TABLEAU 2 : ÉVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ (IPCH) ET DE SES COMPOSANTES DANS LA ZONE EURO

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

Source : Eurostat

Le taux de progression de l'IPCH de la zone euro est donc demeuré relativement élevé en 2003 en dépit de l'atonie économique et de l'appréciation de l'euro. Cette inertie de l'inflation est liée à l'évolution défavorable des prix des produits alimentaires non transformés en raison de la canicule estivale, aux cours du pétrole qui sont demeurés élevés et aux augmentations de la fiscalité indirecte dans plusieurs pays de la zone euro.

En 2003, le profil d'évolution de l'IPCH global a reflété les développements au niveau des composantes les plus volatiles que sont les prix des produits alimentaires non transformés et de l'énergie. Le rythme de progression de l'IPCH global, dans la zone euro, a été plutôt erratique en 2003. La tendance à la baisse, amorcée fin 2002, s'est interrompue début 2003 en raison de l'incidence des incertitudes géopolitiques liées au conflit en Irak sur les cours du pétrole. La levée des tensions géopolitiques consécutive à la fin des opérations militaires en Irak, comme la reprise de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain ont atténué la contribution des prix de l'énergie à l'inflation. Ainsi, le rythme de progression annuel de l'IPCH global est revenu de 2,4% en février et mars à 1,8% en mai 2003. Au cours de la seconde moitié de 2003, toutefois, le taux d'inflation global a oscillé autour de 2% en raison de facteurs contradictoires. D'une part, la contribution des prix des produits alimentaires a augmenté en raison de la canicule de l'été 2003 et de la hausse des taxes sur le tabac dans plusieurs pays de la zone euro. D'autre part, l'appréciation de l'euro a exercé une pression favorable sur les prix des biens importés.

En ce qui concerne l'évolution des prix dans la zone euro début 2004, le taux de progression de l'IPCH devrait reculer, sous l'effet d'effets de base liés aux prix des produits pétroliers, à 1,6% en février 2004 selon l'estimation rapide d'Eurostat, après s'être établi à 1,9% en janvier 2004. Les taux d'inflation de la zone euro devraient remonter par la suite mais rester inférieurs à 2% sur l'ensemble de l'année 2004, en ligne avec la définition de la stabilité des prix.

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

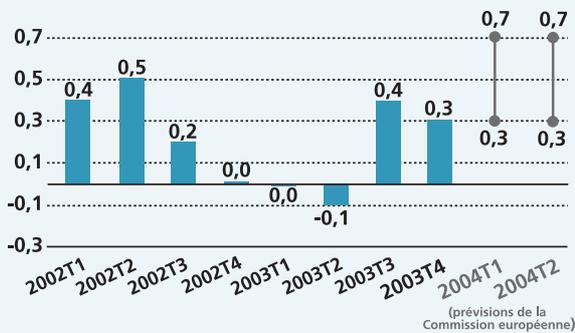
Les dernières estimations relatives à la croissance du PIB réel de la zone euro en 2003 confortent l'analyse selon laquelle la reprise économique a débuté au second semestre. De fait, après avoir chuté au cours du premier semestre, la croissance trimestrielle du PIB a redémarré au cours du troisième trimestre 2003 pour se fixer à 0,4%. La première estimation précoce pour le dernier trimestre de 2003 table aussi sur un renouvellement de l'activité économique avec la croissance (+0,3%).

Les projections du PIB en volume de l'Eurosystème, de la Commission européenne, de l'OCDE et du FMI pour 2004 et 2005 tablent toutes sur un renouvellement progressif de l'activité économique avec la croissance. Un renforcement tant de la demande extérieure que de la demande domestique présideraient à cet élan de croissance. En particulier, l'Eurosystème estime que parmi les composantes de la demande domestique, la consommation privée progressera entre 1,1% et 2,1% et 1,9% et 2,9% respectivement en 2004 et en 2005. La consommation privée devrait en effet bénéficier de la croissance du revenu disponible réel qui serait favorisée par la poursuite de l'appréciation de l'euro (contenant l'inflation importée), par des taux d'intérêt historiquement bas et par la reprise de la croissance de l'emploi (contribuant à redonner confiance aux agents). La croissance annuelle de la consommation publique devrait quant à elle demeurer modeste s'établissant dans des intervalles de 0,6% et de 1,6%, et de 0,3% et 1,3% respectivement en 2004 et en 2005. Après avoir enregistré trois années de baisse, la formation brute de capital fixe devrait à nouveau repartir en 2004 et significativement rebondir en 2005 (entre 0,2% et 3,2% en 2004 et entre 2,3% et 5,5% en 2005) sous l'effet bénéfique à la fois de la croissance de la demande externe adressée à la zone euro et de conditions de financement très favorables.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

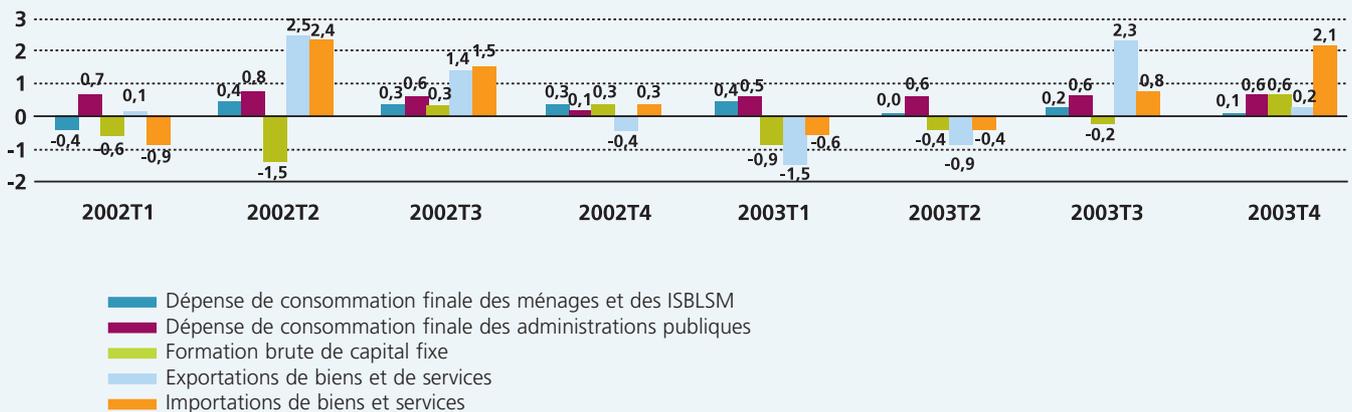
La croissance des exportations et des importations devrait aussi reprendre vigueur courant 2004 et 2005 dans le sillage de l'accélération de la croissance mondiale et domestique (resp. dans des intervalles de 2,8%/6,0% et de 5,0%/8,2% en 2004 et 2005 du côté des exportations et de 2,9%/6,3% et de 5,1%/8,5% en 2004 et 2005 du côté des importations).

GRAPHIQUE 6 : ÉVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO (VARIATION TRIMESTRIELLE EN POURCENTAGE)



Source : Eurostat

GRAPHIQUE 7 : ÉVOLUTION DES AGRÉGATS CONSTITUTIFS DU PIB DE LA ZONE EURO (VARIATION TRIMESTRIELLE EN POURCENTAGE)



Source : Eurostat

**TABLEAU 3 : PROJECTIONS ET PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES POUR LA ZONE EURO
(VARIATIONS ANNUELLES EN POURCENTAGE)**

	2002	2003	2004	2005
Prévisions de la Commission européenne				
PIB réel	0,9	0,4	1,8	2,3
Prévisions de l'OCDE				
PIB réel	0,9	0,5	1,8	2,5
Projections de l'Eurosystème (intervalles)				
PIB réel	0,9	0,2 / 0,6	1,1 / 2,1	1,9 / 2,9
Consommation privée	0,5	1,0 / 1,4	1,1 / 2,1	1,4 / 3,0
Consommation publique	2,8	0,9 / 2,1	0,6 / 1,6	0,3 / 1,3
Formation brute de capital fixe	-2,8	-1,7 / -0,7	0,2 / 3,2	2,3 / 5,5
Exportations de biens et de services	1,7	-1,6 / 1,2	2,8 / 6,0	5,0 / 8,2
Importations de biens et de services	0,0	0,1 / 2,7	2,9 / 6,3	5,1 / 8,5

Source : Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

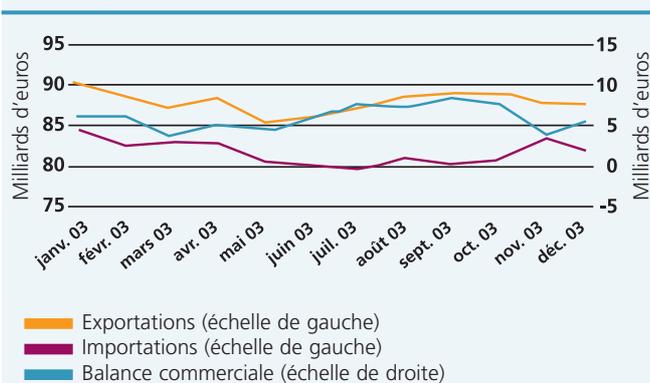
En raison de la reprise très progressive de la conjoncture observée au cours du second semestre de 2003, la situation sur le marché du travail est demeurée inchangée. Le taux de chômage est resté globalement stable tout au long de l'année, mais à un niveau bien plus élevé que celui enregistré en 2002 (8,8% soit 12 284 000 personnes en moyenne en 2003, après 8,4% soit 11 689 000 personnes en moyenne en 2002).

Les dernières données disponibles indiquent que la croissance annuelle de l'emploi est restée quasi nulle tout au long des trois premiers trimestres de 2003. Cette absence de création d'emplois fait suite à deux années d'érosion continue de la croissance annuelle de l'emploi au sein de la zone euro et devrait s'être prolongée au dernier trimestre de 2003. De fait, le marché de l'emploi réagissant avec retard par rapport à la situation conjoncturelle, les perspectives d'évolution de l'emploi (et du chômage) n'ont été que modérément optimistes pour le début de 2004.

1.1.7 Le commerce extérieur

L'excédent du commerce extérieur de la zone euro a atteint 72 milliards d'euros en 2003 comparé à un excédent de 99 milliards d'euros en 2002. Cette baisse de l'excédent s'explique par l'appréciation de l'euro vis-à-vis de l'ensemble des devises étrangères d'environ 11%. Si les échanges ont diminué en valeur, les exportations sont cependant restées stables en volume et les importations ont progressé d'environ de 2,5% en volume. La baisse des exportations en valeur de 2,5% découle d'une baisse des prix équivalente, tandis que la faible diminution des importations en valeur de 0,5% résulte d'une baisse des prix d'environ 3%, plus importante que l'augmentation des volumes.

GRAPHIQUE 8 : COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO



Source : Eurostat

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

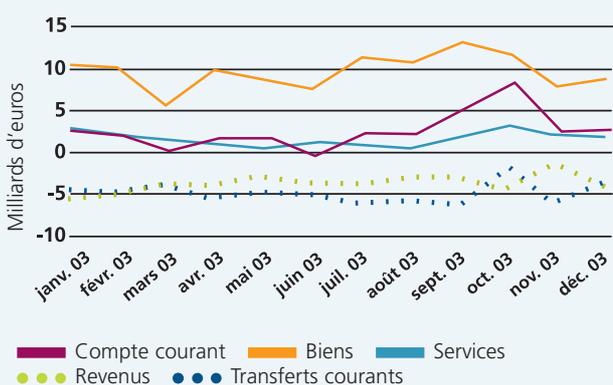
L'évolution des échanges commerciaux de la zone euro avec ses partenaires est fortement marquée entre 2002 et 2003. Les échanges avec la Chine sont en augmentation de plus de 20% alors que ceux vers les autres pays d'Asie diminuent. Les échanges avec l'Europe de l'Est et la Communauté des Etats indépendants se sont aussi accrus de plus de 6%. Les échanges avec l'Amérique sont en baisse d'environ 9%, à l'exception des importations en provenance d'Amérique du Sud qui sont stables.

Le commerce de machines et matériel de transport représente plus de la moitié de la baisse des échanges et de l'excédent de la balance commerciale, suivi par les produits manufacturiers. Les échanges de combustible ont augmenté, ayant pour conséquence le creusement du déficit énergétique.

1.1.8 La balance des paiements

Le compte des transactions courantes de la zone euro a été excédentaire en 2003 de 28 milliards d'euros, comparé à un excédent de 67 milliards en 2002. Cette évolution est la conséquence de la réduction de l'excédent des biens et des creusements des déficits des revenus et des transferts courants. L'amélioration de l'excédent des services compense pour un montant de 6 milliards d'euros la dégradation des autres postes. Ces évolutions résultent d'une diminution des échanges, liée à l'appréciation du taux de change de l'euro et la faiblesse de la demande intérieure. Toutefois, les importations de biens ont augmenté, en données corrigées des variations saisonnières, de 4,5% entre le troisième et le quatrième trimestre 2003, ce qui indique un redressement de la demande intérieure.

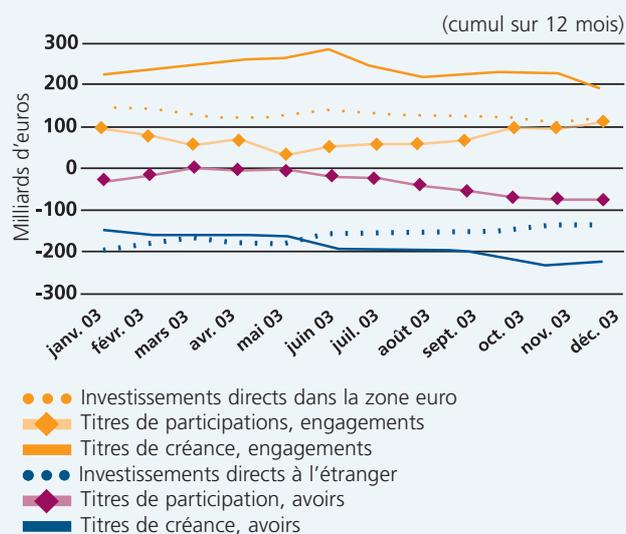
GRAPHIQUE 9 : SOLDE DU COMPTE COURANT DE LA ZONE EURO (CVS)



Source : BCE

Les composantes du compte financier ont été affectées par les incertitudes géopolitiques et économiques du début de l'année 2003 qui ont par la suite laissé place à un regain d'optimisme. Les investissements en titres de participation, aussi bien du côté des avoirs que des engagements, ont repris à partir du deuxième trimestre 2003, rompant ainsi une tendance baissière de plus de deux années. Les investissements des résidents de la zone euro en titres de créances étrangers ont augmenté en privilégiant les obligations aux titres du marché monétaire, montrant ainsi une meilleure confiance en l'avenir. De même, du côté des engagements, les investisseurs étrangers ont privilégié les obligations émises par des résidents de la zone euro aux dépens des titres du marché monétaire. La baisse des investissements directs s'est poursuivie au cours de l'année 2003, mais à une allure beaucoup plus réduite pour se stabiliser en fin d'année.

GRAPHIQUE 10 : INVESTISSEMENTS NETS DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO CUMUL SUR 12 MOIS



Source : BCE

1.2 La situation économique au Luxembourg

1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

Le taux d'inflation moyen au Luxembourg, mesuré par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) global, s'est élevé à 2,0% en 2003, soit 0,1 point de pourcentage de moins qu'en 2002. Parallèlement, l'inflation sous-jacente³, qui permet de mieux suivre l'évolution des prix issue du processus économique en excluant les biens dont les prix sont les plus volatils, a fléchi de 0,4% pour s'établir à 2,1% en moyenne annuelle tandis que les prix des produits pétroliers ont augmenté de 1,9% en moyenne annuelle. La modeste baisse de l'inflation globale observée en 2003 est donc essentiellement liée à la modération des hausses annuelles des prix des biens et services inclus dans l'indice de l'inflation sous-jacente. En janvier 2004, les taux de progression annuels de l'IPCN global et de l'inflation sous-jacente ont été respectivement de 2,1% et de 2,2%.

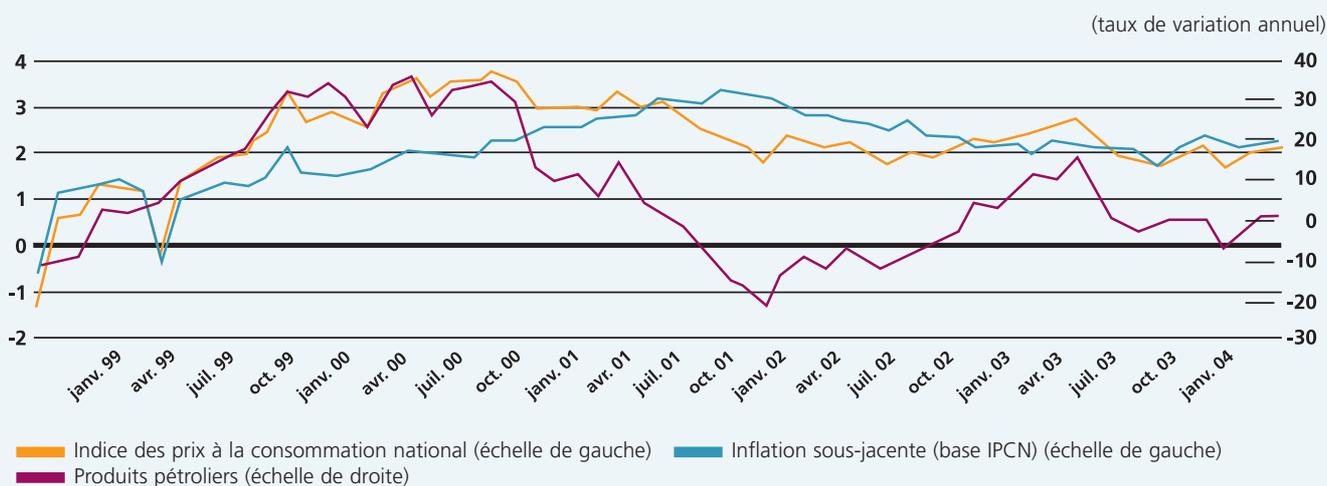
Le profil d'évolution de l'IPCN global a été plutôt erratique en 2003. En effet, après une hausse du taux calculé en glissements annuels au cours du premier trimestre, qui est passé de 2,3% en janvier à 2,7% en mars, le rythme de progression annuel de l'IPCN a progressivement reculé jusqu'en juillet, s'établissant à 1,6%, avant d'accélérer à nouveau, pour s'inscrire à 2,1% en décembre 2003.

En revanche, l'inflation sous-jacente a fait preuve d'une certaine stabilité en 2003, puisqu'elle a fluctué entre 2,0% et 2,2% en termes annuels hormis en juillet, quand une hausse annuelle de 1,7% a été enregistrée. De nombreux facteurs expliquent la rigidité à la baisse de l'inflation sous-jacente observée en 2003. Il s'agit notamment de l'augmentation des tarifs publics, de la hausse du salaire minimum en début d'année, de l'impact des tranches indiciaires de juin 2002 et d'août 2003, de la généralisation du parking payant sur le territoire de la Ville de Luxembourg, des hausses des prix des services médicaux et dentaires et du tabac, ainsi que les effets haussiers de la canicule de l'été 2003 sur les prix des produits alimentaires non transformés.

En 2003, les différentiels d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes ont en moyenne été plus défavorables que l'année précédente en ce qui concerne l'IPCH global. En effet, la moyenne annuelle du différentiel de l'IPCH global est passée de -0,2% à 0,4% pour la zone euro et de 0,5% à 1,0% pour les pays limitrophes. A noter que le Luxembourg a occupé en février 2004, avec 2,4% en termes annuels, l'avant-dernier rang dans la zone euro en matière d'évolution de l'IPCH global.

Le différentiel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie s'est également, en moyenne annuelle, détérioré en 2003 par rapport à la zone euro (de 0,3% à 0,8%) et par rapport aux pays limitrophes (de 0,9% à 1,3%).

GRAPHIQUE 11 : INFLATION ET PRODUITS PÉTROLIERS (TAUX DE VARIATION ANNUELS)



Source : STATEC

³ Le STATEC établit la série en question en excluant de l'indice national global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao, le chocolat en poudre, le gaz de ville, le gaz naturel, le gaz liquéfié, les combustibles liquides, les combustibles solides, le gas-oil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Prévisions d'inflation

En moyenne, nos prévisions antérieures⁴ pour l'IPCN ont été en ligne avec l'évolution récente de l'inflation. Pour ce qui est de l'IPCH on note une légère sous-estimation qui provient de l'évolution défavorable des prix du tabac et des produits pétroliers et qui, en raison de leur pondération, ont eu un impact relativement plus important sur l'IPCH que sur l'IPCN.

Hypothèses

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

Les hypothèses sous-jacentes pour les produits pétroliers suivent un schéma habituel, en l'occurrence un taux de change EUR/USD maintenu constant sur l'horizon de prévision et un profil pour le prix du pétrole en dollar identique à celui observé sur les marchés à terme (pour les détails, voir le tableau ci-dessous). Mi-février, l'euro cotait aux environs de 1,26 USD/EUR, soit une nette appréciation par rapport aux prévisions antérieures.

Le prix du Brent en dollar s'est établi simultanément autour de 30\$/bl et les marchés à terme anticipent une baisse graduelle de ce prix jusqu'à un niveau proche de 28\$/bl pour décembre 2004, donc à un niveau simultanément proche de la borne supérieure de la fourchette de prix visée par l'OPEP et supérieur par rapport aux hypothèses de l'exercice de novembre 2003. En somme, l'appréciation récente de l'euro n'a pas été suffisante pour compenser la révision à la hausse du prix du pétrole en dollar ce qui devrait entraîner un recul moins prononcé pour le sous-indice énergie par rapport aux prévisions précédentes. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

TABEAU 4 : HYPOTHÈSES SOUS-JACENTES AUX PRÉVISIONS D'INFLATION

	2003	2004	03-T4	04-T1	04-T2	04-T3	04-T4
Prix du pétrole en \$	28,8	29,5	29,3	30,6	29,9	29,2	28,5
Taux de change \$/€	1,13	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-2,0	-7,3	-7,8	-16,9	3,8	-8,0	-8,0

Source : BCL

Outre les facteurs standards influant sur les prix des produits pétroliers, le gouvernement avait annoncé dans son projet de loi du budget pour l'année 2004 une hausse des accises de 7 cents/litre sur le prix de l'essence.

⁴ Voir Bulletin de la BCL 2003/3, pp. 25-28

Contrairement à ce qui avait été annoncé, la hausse du prix n'a pas été étalée sur l'année 2004, mais la mesure pleine a été appliquée dès le 1^{er} janvier 2004, induisant de ce fait une légère détérioration des projections de l'inflation par rapport à l'exercice précédent. Le *timing* de la prochaine tranche indiciaire n'est en revanche pas affecté puisque la mesure est neutralisée dans le mécanisme de l'indexation automatique des salaires. Selon nos estimations, l'incidence de la hausse devrait se chiffrer à peu près à une différence de croissance de 6,5 points de pourcentage pour le sous-indice énergie. L'impact sur l'IPCH et l'IPCN serait de respectivement 0,7 point de pour cent et 0,15 point de pour cent.

Les facteurs déterminants de l'inflation, à l'exclusion des produits énergétiques, sont généralement l'inflation importée ainsi que l'évolution des coûts salariaux. S'y ajoutent des mesures spécifiques telles que les ajustements au niveau de la taxation indirecte ainsi que l'évolution des tarifs publics et des prix administrés. En dépit de l'accélération conjoncturelle anticipée dans la zone euro par la Commission européenne et l'Eurosystème, l'inflation importée du Luxembourg devrait *a priori* rester contenue. D'une part, il n'y pas de pressions inflationnistes provenant des pays voisins, ceux-ci connaissant un important écart de production négatif. D'autre part, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar devrait atténuer les tensions, d'origine extérieure à la zone euro, sur les prix à la consommation. La décélération de l'inflation domestique serait en revanche probablement plus lente en raison de l'évolution des coûts salariaux. En effet, une tranche indiciaire est venue à échéance en août, induisant une hausse relativement prononcée des prix des services en septembre 2003.

Un alourdissement de la taxation indirecte sur le tabac et plus précisément le relèvement de la part spécifique du droit d'accises autonome sur les cigarettes a été annoncé dans le projet de loi du budget 2004. Bien qu'il soit difficile de prévoir le *timing* et l'ampleur des ajustements de prix, nous avons incorporé des augmentations graduelles des prix des cigarettes sur l'horizon de prévision.

Les tarifs fixés par les autorités centrale et locales pour les services d'ordre public, communément encore appelés "prix administrés", sont généralement adaptés en janvier et demeurent applicables pour le reste de l'année. La progression mensuelle des services en janvier, qui donne une bonne indication quant à l'ordre de grandeur de ces adaptations, a été de 0,38% en janvier 2004 ce qui se compare favorablement aux années précédentes. Dans le passé, ces prix ont exercé un effet marqué sur l'inflation des services. En revanche, cette année-ci les seules hausses notables ont été relatives aux services médicaux et dentaires. En raison de la persistance de ces prix, l'impact sur l'inflation globale serait dès lors également moindre que lors des années précédentes, ce qui est un élément-clé dans nos projections de la modération de l'inflation excluant les prix de l'énergie.

Résultats

Sur base des seules hypothèses du prix du pétrole en euros, l'IPCH énergie, comme l'IPCN énergie, connaîtrait une évolution globalement favorable sur l'horizon de prévision. En revanche, en raison de l'adaptation de la taxation indirecte sur l'essence, la contribution de l'énergie à l'inflation globale serait encore légèrement positive en 2004. Comme par le passé, les variations annuelles du sous-indice resteraient très volatiles à l'avenir.

La décélération de l'IPCH et de l'IPCN à l'exclusion de l'énergie devrait se poursuivre lors des prochains mois quoique à un rythme très lent. Plusieurs facteurs devraient notamment empêcher à ce que l'inflation tombe en dessous de 2%. L'inflation des biens industriels non-énergétiques s'est en effet récemment accélérée, un mouvement relativement surprenant au vu de l'environnement conjoncturel fragile et de l'appréciation de l'euro. Les retombées des adaptations de prix de certains services intensifs en main d'œuvre à la hausse automatique des salaires du mois d'août devraient se faire sentir jusqu'au moins au troisième trimestre 2004 en raison de la persistance des ajustements. Les hausses des prix des cigarettes constitueront un autre facteur inflationniste. Tout comme pour l'essence, du fait d'une pondération relativement plus importante dans l'IPCH, les mesures fiscales sur le tabac auront un impact relativement plus prononcé sur l'IPCH que sur l'IPCN.

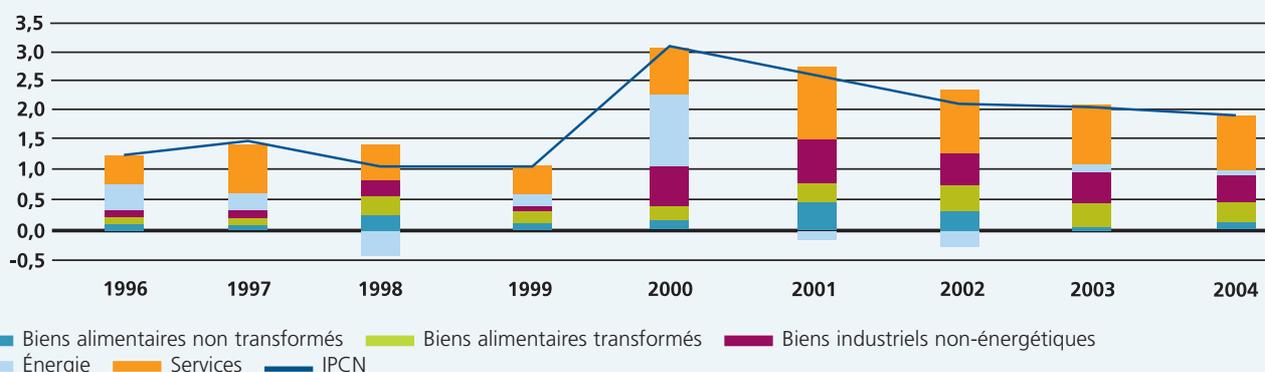
En moyenne, les projections pour l'IPCN n'ont guère été modifiées depuis notre publication précédente. La révision à la hausse de la projection pour l'IPCH a en revanche été plus marquée, la détérioration des hypothèses relatives au prix du pétrole en euros et la mesure fiscale sur l'essence ayant un impact relativement plus prononcé sur l'IPCH que sur l'IPCN.

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

	2002	2003	2004	2003 2 ^e sem	2004 1 ^{er} sem	2004 2 ^e sem
IPCN	2,1	2,0	1,8	1,9	2,0	1,6
IPCH	2,1	2,5	2,3	2,2	2,3	2,3
IPCH énergie	-3,7	1,2	3,1	-1,6	2,6	3,6
IPCH ex énergie	2,9	2,7	2,4	2,6	2,5	2,2

Source : BCL

GRAPHIQUE 12 : CONTRIBUTIONS À L'AUGMENTATION DE L'IPCN¹



¹ Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

Source : STATEC, calculs BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La compétitivité telle qu'appréhendée par les indicateurs du taux de change effectif réel

Les indicateurs du taux de change effectif réel permettent d'évaluer la compétitivité de l'économie luxembourgeoise en fournissant une comparaison en devise commune des prix ou des coûts au Luxembourg à ceux de ses principaux partenaires commerciaux. Une analyse parue dans le Bulletin 2003/3 de la BCL a présenté des indicateurs du taux de change effectif réel calculés à l'aide des indices des prix à la consommation, des indices des prix à la production et des coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière. Cet encadré fournit une mise à jour de ces trois séries, ainsi que la présentation de deux nouveaux indicateurs, calculés à l'aide des coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie et des déflateurs du PIB dans les différents pays. En élargissant l'analyse pour inclure non seulement l'industrie manufacturière, mais aussi les autres secteurs de l'économie luxembourgeoise (notamment les services financiers), les résultats donnent une image nettement plus pessimiste de l'évolution de la compétitivité en termes de coûts salariaux unitaires. Ensuite, les différents indicateurs du taux de change effectif réel sont prolongés jusqu'à 2005 à l'aide des résultats du dernier exercice de projection de l'Eurosystème. Sur la base de ces hypothèses, la compétitivité du Luxembourg devrait continuer à se détériorer.

Parmi les différents déflateurs considérés pour construire les indicateurs du taux de change effectif réel, les indices des prix à la consommation sont souvent préférés parce qu'ils sont rapidement disponibles, rarement révisés et relativement comparables au niveau international. Les prix à la consommation constituent cependant une base imparfaite pour évaluer la compétitivité de l'économie nationale parce qu'ils intègrent le prix de beaucoup de services qui ne font pas l'objet de commerce international et parce qu'ils excluent les prix de certains biens intermédiaires qui sont échangés au niveau international. C'est pourquoi les indices des prix à la production sont souvent privilégiés dans la construction du taux de change effectif réel. Toutefois, les prix à la production présentent aussi des désavantages pour l'analyse de la compétitivité, parce qu'ils sont sujets à des distorsions si les entreprises adoptent des stratégies d'adaptation des prix en fonction des marchés. En effet, les entreprises exportatrices ont souvent la possibilité d'ajuster leur marge pour compenser partiellement des variations du taux de change. Dès lors, le taux de change effectif réel est aussi calculé à l'aide des coûts salariaux unitaires, qui sont en principe indépendants du pouvoir de fixation des prix par les entreprises et des fluctuations du taux de change. Le plus souvent, les coûts salariaux unitaires utilisés sont ceux dans l'industrie manufacturière, parce que cette branche de production est bien recensée statistiquement sur une base relativement comparable au niveau international et parce que les produits manufacturiers sont généralement exposés à la concurrence internationale. Malgré cela, même ce choix de déflateur a ses limites, vu que les coûts salariaux unitaires sont seulement disponibles à une fréquence trimestrielle, avec des délais de publication plus longs et avec des révisions plus importantes. De plus, l'industrie manufacturière ne constitue qu'une partie du secteur exportateur d'un pays.

Par conséquent, en l'absence d'un déflateur idéal dans le calcul du taux de change effectif réel, et vu que le résultat peut varier selon l'indicateur de prix privilégié, il convient de considérer plusieurs déflateurs alternatifs, afin d'établir si les résultats sont robustes. Dans le cas du Luxembourg, où les services financiers constituent une partie importante du commerce international, il est judicieux d'élargir le domaine de comparaison au-delà de la seule industrie manufacturière. C'est pourquoi le taux de change effectif réel pour le Luxembourg a aussi été calculé avec les coûts salariaux unitaires observés dans l'ensemble de l'économie. Cependant, cet indice ne tient pas compte de l'évolution des coûts du capital et des coûts de la consommation intermédiaire, qui peuvent à leur tour être influencés par les coûts salariaux dans les branches de production qui sont abritées de la concurrence internationale. C'est pour cette raison qu'un indicateur additionnel du taux de change effectif réel a été calculé sur base de l'indicateur de prix le plus général dans l'économie nationale, c'est-à-dire le déflateur du PIB.

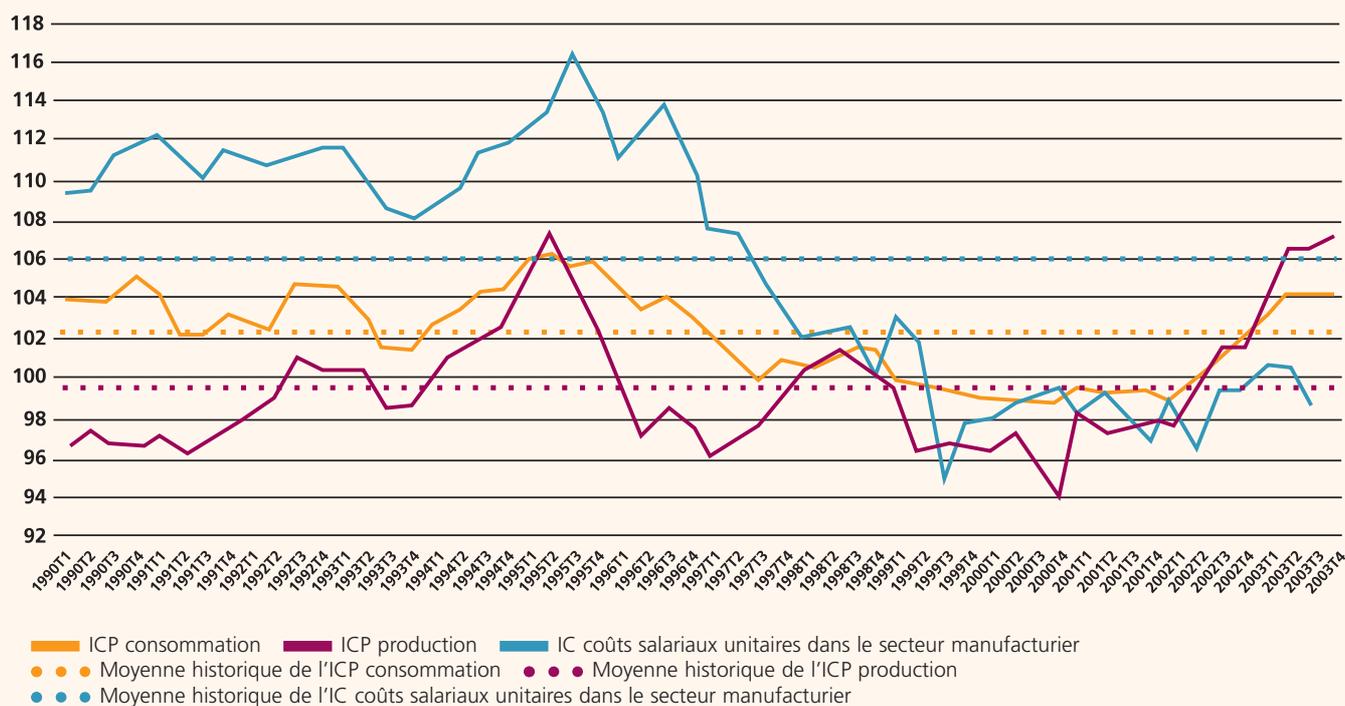
Les indicateurs du taux de change effectif présentés ici sont calculés vis-à-vis de ce que la BCE appelle le "groupe restreint" de partenaires commerciaux, qui représente 23 pays pondérés selon leur importance relative dans les échanges internationaux du Luxembourg. Dans les graphiques qui suivent, une augmentation du taux de change effectif réel représente une perte de compétitivité pour l'économie du Luxembourg. Les indicateurs sont normalisés à 100 en 1999T1 et il convient donc de comparer leurs évolutions relatives plutôt que leurs niveaux.

Le graphique 13 est analogue au graphique 8 de l'analyse publiée dans le Bulletin 2003/3 de la BCL, qui se fondait sur les indices des prix à la consommation et les indices des prix à la production disponibles jusqu'à 2003T3 ainsi que les coûts salariaux unitaires disponibles jusqu'à 2003T2. Les nouvelles séries intègrent des révisions des données sous-jacentes qui ne sont pas limitées à la dernière observation disponible au moment de la rédaction du bulletin. De plus, les nouveaux indicateurs couvrent un trimestre supplémentaire pour lequel des données ont été publiées. Pour chacun des trois indicateurs, les nouvelles estimations du taux de change effectif réel fournissent une image de détérioration ultérieure de la compétitivité. Evidemment, celle-ci est en grande partie liée à l'appréciation de l'euro depuis 2003T2. Cependant, il faut garder à l'esprit que l'évolution de ces indicateurs est surtout déterminée par l'évolution des prix ou des coûts dans les pays membres de la zone euro, qui représentent les principaux partenaires commerciaux du Luxembourg. L'indicateur fondé sur les coûts salariaux dans l'industrie manufacturière reste le plus optimiste sur les périodes les plus récentes. Toutefois, compte tenu de sa volatilité plus élevée cet indicateur doit être interprété avec plus de précaution. D'ailleurs, suite aux révisions des données, les trimestres 2003T1 et 2003T2 sont maintenant supérieurs à 100 (niveau au premier trimestre 1999) dépeignant une image plus mitigée de la compétitivité sur la dernière année.

Le graphique 14 présente les deux nouveaux indicateurs de compétitivité fondés sur les coûts salariaux dans l'ensemble de l'économie et sur les déflateurs du PIB. L'indicateur fondé sur les prix à la consommation est aussi retenu à des fins de comparaison. Les nouveaux indicateurs ne sont disponibles que trimestriellement, mais ont l'avantage de pouvoir être extrapolés à l'aide des résultats de l'exercice de projection de l'Eurosysteme. Pour les pays dont l'évolution des coûts salariaux ou du déflateur du PIB n'est pas spécifiée dans cet exercice de prévision, les calculs se fondent sur les projections publiées par l'OCDE en novembre 2003. A noter que les exercices de projection reposent sur l'hypothèse de taux de change bilatéraux inchangés à partir du premier trimestre de 2004. Par conséquent, les évolutions anticipées des indicateurs du taux de change effectif réel reflètent surtout les mouvements anticipés des prix ou des coûts au Luxembourg et chez ses principaux partenaires commerciaux.

L'indicateur fondé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie est le plus volatil, tout comme son homologue pour l'industrie manufacturière. Cependant, l'image qu'il donne de la compétitivité est beaucoup plus inquiétante. Pour l'ensemble de l'économie, depuis 2000T2 les coûts salariaux unitaires ont augmenté plus rapidement au Luxembourg que chez ses partenaires commerciaux, générant une importante perte de compétitivité. Ainsi, la croissance relativement contenue des coûts salariaux unitaires dans l'industrie manufacturière n'est pas représentative de la situation dans l'ensemble de l'économie luxembourgeoise. De fait, le taux de change effectif réel qui se limite à la comparaison internationale des coûts salariaux unitaires dans cette branche de production risque d'induire en erreur.

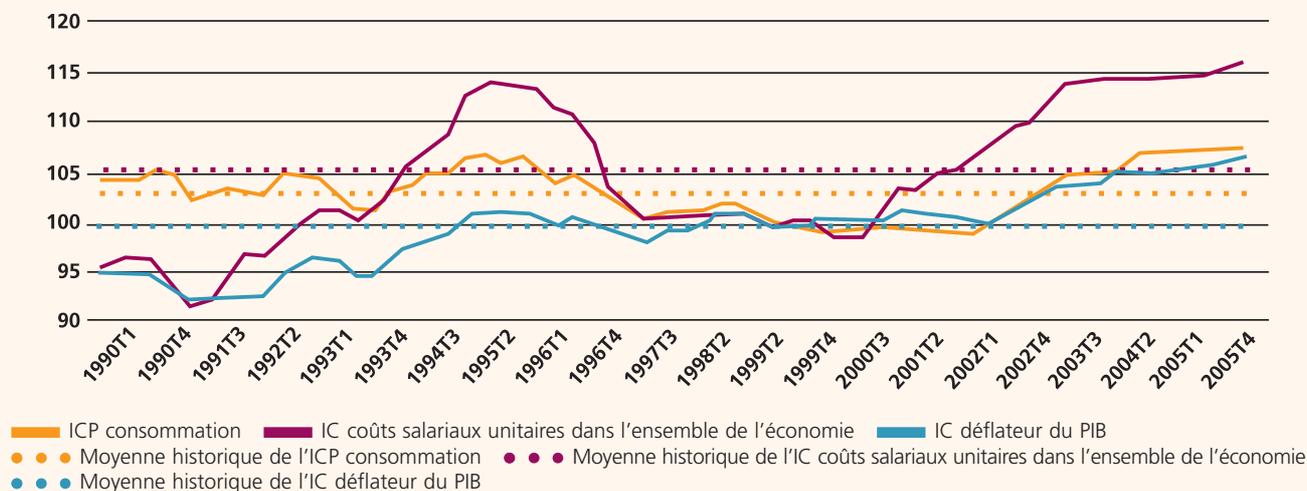
GRAPHIQUE 13 : INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ FONDÉS SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION, LES PRIX À LA PRODUCTION ET LES COÛTS SALARIAUX UNITAIRES DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER



Source : BCE, FMI, EUROSTAT et calculs BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 14 : INDICATEURS DE COMPÉTITIVITÉ FONDÉS SUR LES PRIX À LA CONSOMMATION, LE DÉFLATEUR DU PIB ET LES COÛTS SALARIAUX UNITAIRES POUR L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE



Source : BCE, FMI, OCDE, EUROSTAT, et calculs BCL

Les indicateurs de compétitivité fondés sur l'indice des prix à la consommation, à la production et celui basé sur les déflateurs du PIB ont tous dépassé leur moyenne historique respective entre le second trimestre 2002 et le dernier trimestre 2003, enregistrant des appréciations de l'ordre de 4,4%, 7,5% et de 3,6% au cours de la période sous revue. Les prévisions relatives aux indicateurs de compétitivité fondés sur les prix à la consommation et sur les déflateurs du PIB font état d'une poursuite de cette détérioration de la compétitivité jusqu'au dernier trimestre 2005. Sous l'hypothèse de taux de change nominaux inchangés, les indicateurs du taux de change effectif réel fondés sur les prix à la consommation et le déflateur du PIB devraient apprécier de respectivement 2,7% et de 1,5% au dernier trimestre de 2005 par rapport à leur niveau du premier trimestre 2004.

Du côté des indicateurs de compétitivité fondés sur les coûts salariaux unitaires, force est de constater que celui pour l'ensemble de l'économie a enregistré une perte de compétitivité plus de deux fois plus importante que celle enregistrée par son homologue portant sur le secteur manufacturier entre le second trimestre 2002 et le dernier trimestre de 2003 (respectivement de 6,3% et de 2,7%). Selon les prévisions, l'indicateur de compétitivité coûts pour l'ensemble de l'économie devrait marquer une pause dans sa progression en 2004 (seulement +0,4%) suivie par une détérioration plus importante en 2005, principalement en raison de l'arrivée à échéance d'une tranche indiciaire.

En résumé, la récente détérioration de la compétitivité identifiée par les trois indicateurs du taux de change effectif réel publiés au Bulletin BCL 2003/3 se trouve renforcée par la mise à jour des données et confirmée par le calcul de deux nouveaux indicateurs fondés sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie et sur le déflateur du PIB. De plus, selon les résultats de l'exercice de projection de l'Eurosystème, cette détérioration devrait continuer jusqu'à la fin de 2005, sous l'hypothèse de taux de change nominaux inchangés. Cette conclusion implique un rythme de croissance plus rapide de l'indice des prix à la consommation, du déflateur du PIB et des coûts salariaux au Luxembourg comparativement à ses principaux partenaires commerciaux.

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

La phase haussière du cycle des prix de vente de produits industriels, qui a débuté au deuxième trimestre de l'année 2002 s'est poursuivie pendant l'année 2003 et n'a été interrompue que temporairement par la contraction des prix au troisième trimestre 2003. En moyenne, les prix ont progressé de 1,3% en 2003 contre une baisse annuelle de 1,1% l'année précédente. Cette évolution se compare à celle de la zone euro où les prix ont simultanément progressé de 1,6%. Le cycle des prix industriels est généralement dominé par le cycle des prix des biens intermédiaires en raison de la volatilité de ces derniers. Ainsi, ceux-ci expliquent le recul de l'indice global au troisième trimestre. Les prix des biens d'équipement et de consommation se caractérisent en revanche par une évolution plus stable et ont aussi, à l'exception de la baisse des prix des biens de consommation au dernier trimestre 2003, affiché des hausses trimestrielles au courant de l'année passée. En général, il semble qu'on ait pu observer une réduction de l'amplitude des variations de prix au cours des deux dernières années par rapport aux années antérieures.

TABLEAU 6 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE (EN VARIATION PAR RAPPORT À LA PÉRIODE PRÉCÉDENTE)

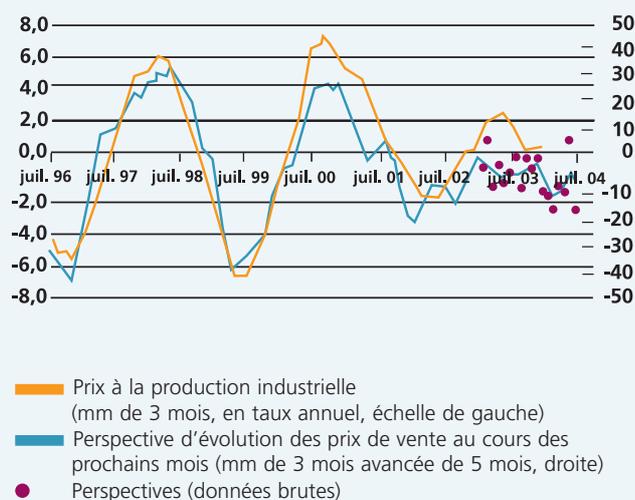
	2001	2002	2003	03-T1	03-T2	03-T3	03-T4
Ensemble des produits industriels	1,1	-1,1	1,3	0,6	0,3	-0,5	0,1
Biens intermédiaires	0,4	-2,1	1,0	0,5	0,2	-0,8	0,3
Biens d'équipement	1,8	1,1	1,6	0,9	0,3	0,1	0,3
Biens de consommation	3,6	1,4	2,1	0,7	0,3	0,5	-0,6

Source : STATEC

L'évolution moyenne des prix en 2003 pourrait résulter de plusieurs facteurs. Bien que la conjoncture se soit améliorée à partir du troisième trimestre 2003, le fait que la hausse des prix soit relativement faible pourrait témoigner des conditions de demande mitigées dans la zone euro. L'observation que l'accélération des prix se soit tempérée au deuxième semestre par rapport au premier, précisément lors de la phase d'embellie conjoncturelle, pourrait être due à l'appréciation accélérée de l'euro par rapport au dollar lors de cette période. Le prix du pétrole s'est établi en moyenne au-dessus des 28\$/bl, une hausse de l'ordre de 15% par rapport à 2002.

Cependant, en raison de l'appréciation du taux de change, le prix du pétrole en euros est resté en moyenne quasiment inchangé par rapport aux deux années précédentes, ce qui a pu occasionner une moindre volatilité des prix à la production industrielle au cours de cette période.

GRAPHIQUE 15 : PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE, ÉVOLUTIONS EFFECTIVE ET ANTICIPÉE¹



¹ 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).

Source : Eurostat, BCL

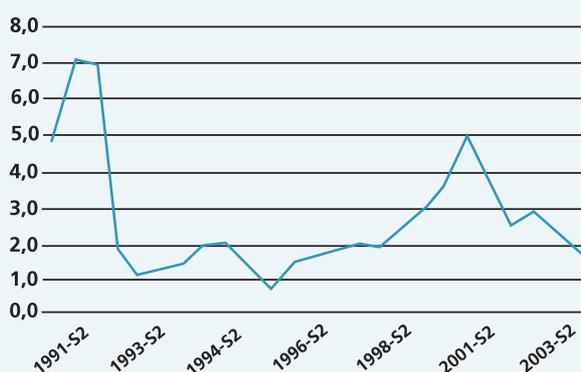
L'évolution récente des prix se situe légèrement au-dessus des attentes formulées par les chefs d'entreprises dans le cadre des enquêtes de conjoncture harmonisées. Selon ces dernières, les prix auraient plutôt tendance à se stabiliser, voire à baisser (en termes de variation annuelle), au cours des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

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.1.3 Les prix à la construction

En 2003, les prix à la construction ont augmenté au même rythme que les prix à la consommation en affichant une progression annuelle moyenne de l'ordre de 2%. La décélération de la hausse des prix à la construction observée depuis 2001 semble logique à bien des égards. D'une part, étant donné l'intensité en main d'œuvre d'une série de services de la construction, cette modération s'explique probablement par un ralentissement de la progression du coût salarial. La contribution de l'indexation automatique des salaires au coût salarial est certes restée stable à 2,1% en 2003, mais l'augmentation des salaires réels est en décélération. D'autre part, l'essoufflement de l'activité économique, précisément dans la branche du bâtiment en 2003, a sans doute également exercé un impact modérateur sur les prix.

GRAPHIQUE 16 : PRIX À LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)¹



¹ Les prix sont recensés sur base semestrielle.

Source : STATEC

1.2.2 Les activités sectorielles

L'industrie

L'industrie luxembourgeoise a été confrontée en 2003 à une stagnation de la demande internationale. L'activité économique dans la zone euro a connu un profil relativement plat et le mouvement de reprise ne s'est que faiblement manifesté vers la fin de l'année, dans le sillage de l'embellie conjoncturelle Outre-Atlantique. En moyenne, la progression de 0,5% de la production industrielle dans la zone euro n'a été qu'une hausse compensatrice de la baisse de l'activité du même ordre de grandeur de l'année 2002.

Le cycle conjoncturel de l'industrie luxembourgeoise coïncide en général avec celui de la zone euro, tout en connaissant une amplitude plus élevée. Avec une progression de la production industrielle de l'ordre de 3% en 2003, le secteur manufacturier luxembourgeois a pu profiter davantage de l'embellie conjoncturelle que ses équivalents européens. A bien des égards, l'année 2003 semble aussi constituer une amélioration par rapport à 2002, même si elle ne peut pas encore à ce stade être assimilée à une année de transition vers une année de croissance plus soutenue. Un niveau de production en hausse, conjugué à une légère progression des prix, implique une augmentation du chiffre d'affaires. Par ailleurs, en dépit d'une accélération des commandes nouvelles, l'ajustement au niveau des coûts s'est poursuivi, comme l'attestent un fléchissement de l'emploi et une contraction des salaires réels.

TABLEAU 7 : INDICATEURS RELATIFS À L'INDUSTRIE (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

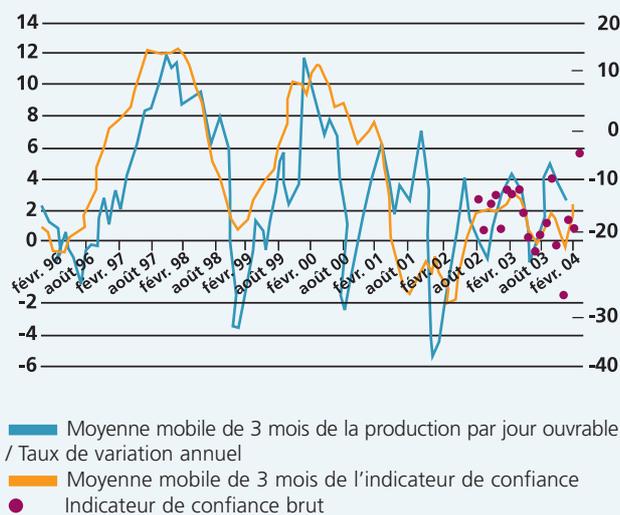
	2001	2002	2003	T1-03	T2-03	T3-03	T4-03
Production par jour ouvrable	3,1	0,4	2,6	4,5	-1,3	4,7	2,9
Chiffre d'affaires	3,4	-1,0	3,9	7,9	4,5	0,3	2,8
Nombre de salariés	0,6	-1,6	-1,4	-1,7	-1,6	-1,3	-1,2
Heures travaillées	-1,0	-3,1	-0,7	-1,5	-1,7	0,9	-0,1
Coût salarial	4,5	0,5	0,9	0,5	-0,3	1,9	1,4
Commandes nouvelles	-2,2	1,6	5,3	13,9	3,9	-2,6	6,1

Source : STATEC

L'évolution, à première vue favorable, est cependant partiellement imputable au développement de nouvelles activités venant compléter le parc industriel luxembourgeois. Bien que cette évolution soit de bon augure pour le moyen terme puisqu'elle témoigne d'un renforcement et d'une diversification du secteur, elle amène également à relativiser la performance à court terme des autres entreprises. Par ailleurs, le cycle s'est caractérisé par une volatilité des taux trimestriels relativement importante.

Cette amélioration de la production effective ne s'est pourtant pas encore traduite en un regain d'optimisme de la part des chefs d'entreprises. Au deuxième semestre, l'indicateur de confiance dans l'industrie se situait en moyenne à un niveau inférieur à celui observé au premier semestre. De même et contrairement à ce qui prévalait dans les pays voisins ou dans la zone euro, l'indicateur s'est caractérisé avant tout par un mouvement horizontal, ce qui ne laissait pas entrevoir une tendance claire quant à une amélioration - ou à une détérioration - de la situation. Dans ce contexte, le degré d'utilisation des capacités de production et la production assurée se sont une nouvelle fois repliés au premier trimestre 2004, pour atteindre respectivement 83% et 2,7 mois - les deux indicateurs revenant ainsi aux niveaux atteints au début de 1997. Selon les enquêtes trimestrielles, l'insuffisance de la demande demeure le facteur principal contrariant le processus de production en début 2004. Ce n'est qu'en février 2004 qu'on a pu relever une amélioration nette des anticipations des chefs d'entreprises sur base d'un optimisme accru quant aux perspectives futures de production.

GRAPHIQUE 17 : INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE¹



¹ Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

Source : STATEC, calculs BCL

La construction

Du fait de ses caractéristiques intrinsèques, le secteur de la construction se trouve moins exposé que l'industrie aux variations conjoncturelles. En 2003, il a pourtant également été affecté par la relative stagnation économique qui perdure depuis 2001. Calculé sur les onze premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires affiche encore une progression annuelle moyenne de 14,6%, mais la production par jour ouvrable baisse de 1,2%. Quant au profil intra-annuel, bien qu'il semble que la situation se soit légèrement rétablie vers la fin de l'année, l'évolution au deuxième semestre est masquée par un effet de base qui commence à favoriser les taux annuels. Au niveau des branches, le bâtiment semble davantage touché que le génie civil.

L'absence de concordance entre production et chiffre d'affaires n'est pas exceptionnelle pour le secteur de la construction. En effet, compte tenu des habitudes de paiement dans ce secteur, le chiffre d'affaires n'est qu'un reflet partiel de l'activité instantanée dans le secteur. La production, quant à elle, reflète le profil des heures travaillées, et fournit ainsi un meilleur reflet de l'activité sur la période couverte.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 8 : INDICATEURS RELATIFS AU SECTEUR DE LA CONSTRUCTION (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2001	2002	2003	T1-03	T2-03	T3-03	T4-03
Nombre de salariés	3,2	2,6	0,8	1,7	1,2	0,6	0,9
Salaires et traitements	8,5	8,2	2,7	13,3	3,5	0,6	5,1
Chiffre d'affaires - Total	-1,6	5,5	13,1	0,9	3,3	17,7	14,5
Nombre d'heures - ouvriers prestées	4,8	2,9	0,5	-2,9	-4,5	-6,0	4,4
Production par jour ouvrable - Total	4,4	3,6	-0,2	-1,9	-6,3	-5,9	3,3
Production par jour ouvrable - Bâtiment	13,0	3,0	-4,1	-4,2	-12,7	-11,1	-2,2
Production par jour ouvrable - Génie civil	-4,0	4,2	3,9	0,7	-0,7	0,2	9,9
Permis de bâtir ¹	-10	-2,7		24,6	-31,7	117,7	
Crédits au logement ²	13,7	21,1		14,1	11,5	27,7	23,0
Taux hypothécaires ³	5,4	4,4		4,1	3,9	3,8	3,5

¹ Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

² Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

³ Rupture de série à partir du début de 2003.

Source : STATEC, BCL

Le secteur de la construction a probablement atteint le sommet de son activité économique en 2001 et 2002. D'une part, les travaux publics se font plus rares à la suite des importants chantiers qui s'achèvent et qui ne sont pas remplacés par des projets d'un ordre de grandeur similaire. D'autre part, la décélération de la création d'emplois dans l'économie luxembourgeoise commence vraisemblablement à exercer un impact sur la demande adressée à la branche du bâtiment. Comme noté ci-dessus, il semble que la décélération récente des prix à la construction témoigne de la modération de l'activité.

Après le creux conjoncturel en 2003, les statistiques à court terme relatives au bâtiment résidentiel signalent en revanche une légère amélioration de l'activité pour le début de l'année 2004. Ainsi, les autorisations de bâtir s'affichent en hausse depuis quelques trimestres, tandis que les conditions de financement sont des plus favorables. De surcroît, les crédits au logement progressent régulièrement, traduisant à la fois un effet volume et un effet prix.

Par ailleurs, les enquêtes de conjoncture du début de l'année 2004 sont légèrement plus optimistes qu'à la fin de l'année passée et indiquent une reprise modeste de la demande adressée aux entreprises.

Le commerce et les autres secteurs

Le ralentissement conjoncturel observé au cours des années 2001 et 2002 avait sérieusement entravé le dynamisme de la branche du commerce considérée dans son ensemble, dont les progressions moyennes du chiffre d'affaires en valeur provenaient presque exclusivement de la hausse des prix et non pas d'une hausse des volumes. Cette situation s'est inversée en 2003, à la suite d'un regain d'activité dans le commerce de gros et du maintien de la croissance des ventes du commerce de détail et du commerce et réparation automobile. Il semble que le consommateur luxembourgeois n'ait jusqu'à présent guère été affecté dans ses choix par le ralentissement conjoncturel et la progression du chômage. En témoigne d'ailleurs une hausse des immatriculations de voitures pour la huitième année consécutive. Les crédits à la consommation accordés aux ménages luxembourgeois ne montrent également pas de signes d'essoufflement.

TABLEAU 9 : CHIFFRE D'AFFAIRES EN VALEUR ET IMMATICULATIONS DE VOITURES (EN TAUX DE VARIATION ANNUEL)

	2001	2002	2003 ¹	T4-02	T1-03	T2-03	T3-03	T4-03
Commerce total	2,9	2,2	9,3	6,6	11,2	8,2	11,0	
Commerce de détail	5,0	8,1	6,5	9,2	8,3	6,3	5,3	
Commerce et réparation automobile	5,2	8,1	10,9	9,7	14,1	8,4	11,3	
Commerce de gros	2,0	-0,5	11,7	5,3	11,9	10,1	13,4	
Hôtels et restaurants	2,5	3,5	-5,2	2,0	-5,3	-4,8	-5,4	
Immatriculations de voitures	2,0	1,2	1,6	-3,8	2,1	-3,5	3,2	7,3

¹ Les données se rapportent aux onze premiers mois de l'année sauf pour les immatriculations de voitures (année complète disponible) et le commerce et réparation automobile et le commerce total (neuf mois disponibles uniquement).

Source : STATEC

En revanche, l'hôtellerie et les restaurants semblent souffrir d'un recul de la clientèle, comme l'atteste une baisse annuelle de leur chiffre d'affaires. Les mauvaises conditions météorologiques du début d'année, les répercussions de la situation économique générale sur les voyages d'affaires ainsi que les retombées de la conjoncture sur le revenu disponible des voyageurs peuvent expliquer cette évolution.

Les tensions géopolitiques ont vraisemblablement également influencé le comportement des touristes en 2003. Ainsi, selon les premières estimations, le nombre de nuitées passées au Luxembourg aurait stagné en 2003. De surcroît, 2003 a donné lieu à une modification dans la composition de ces nuitées en faveur de nuitées plus économiques (campings) et en défaveur des nuitées de standing (hôtels).

1.2.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

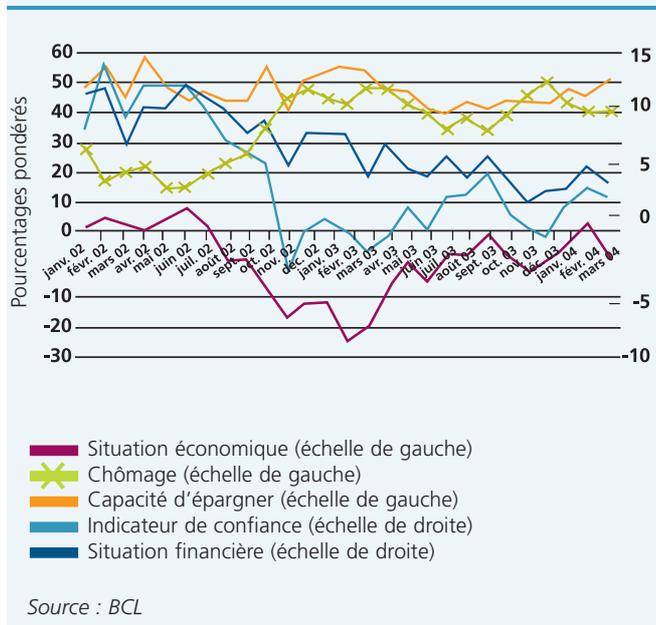
Après avoir accusé un fléchissement net et ininterrompu au second semestre 2002, l'indicateur de confiance des consommateurs⁵ s'est stabilisé à un bas niveau au cours de la première moitié de l'année 2003, comme l'attestent des moyennes trimestrielles de -1 pour les premier et deuxième trimestres.

Par la suite, un regain d'optimisme chez les consommateurs a porté la moyenne de l'indicateur de confiance à 3 pour le troisième trimestre 2003. Cette augmentation de l'indicateur de confiance des consommateurs n'a cependant pas permis de regagner les niveaux affichés au premier semestre 2002, avec des moyennes de respectivement 10 et 12 aux premier et deuxième trimestres. Le redressement observé au troisième trimestre s'explique par l'orientation positive des perspectives d'évolution sur 12 mois de la situation économique générale et du chômage. La perception de l'évolution attendue de la situation financière des ménages est, quant à elle, restée stable au troisième trimestre 2003.

S'agissant du quatrième trimestre 2003, l'indicateur de confiance des consommateurs a fléchi, portant sa moyenne trimestrielle à nouveau à -1. Ce recul s'explique essentiellement par un moindre optimisme en ce qui concerne l'évolution attendue, sur les douze prochains mois, de la situation économique générale et du chômage et, bien que dans une moindre mesure, par les attentes concernant l'évolution de la situation financière des ménages. La perception de l'évolution de la capacité à épargner est la seule composante de l'indicateur à s'être améliorée au cours du quatrième trimestre.

⁵ Ce dernier synthétise les réponses à quatre questions qui traitent de l'évolution sur les 12 prochains mois. Il s'agit des questions relatives à la situation financière des ménages, la situation économique générale, l'évolution du chômage et la capacité d'épargner.

GRAPHIQUE 18 : INDICATEUR DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS ET SES COMPOSANTES



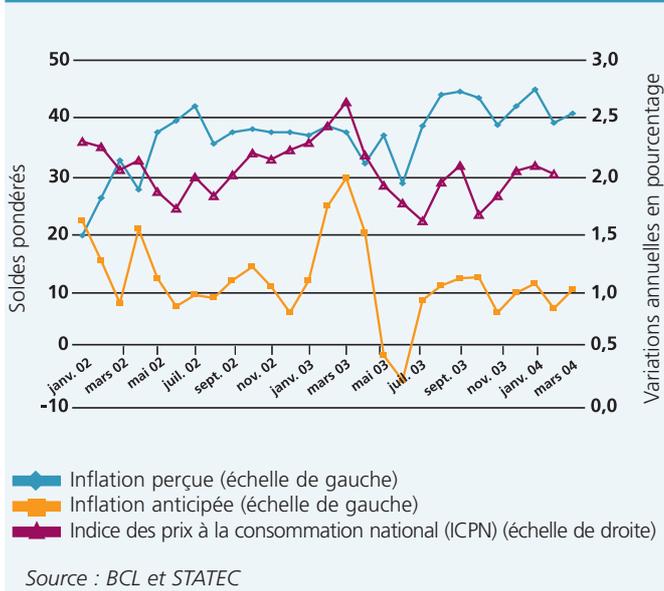
Source : BCL

Comme l'illustre le graphique qui suit, les perceptions des consommateurs observées en 2003 en matière d'évolution passée des prix à la consommation semblent en moyenne être moins découplées de l'évolution de l'inflation effective que cela n'a été le cas au cours de l'année précédente. Au premier semestre 2002, les ménages pourraient avoir attaché une grande importance aux fortes hausses des prix de certains biens et services qu'ils achètent fréquemment, par exemple dans le domaine de la restauration et de l'hôtellerie. Il est concevable qu'une partie de ces hausses ait été liée à l'introduction de l'euro fiduciaire.

Les anticipations des consommateurs en matière d'évolution future des prix à la consommation ont été plutôt erratiques en 2003. En effet, les consommateurs sont devenus nettement plus pessimistes au sujet de l'évolution anticipée des prix en février et mars 2003, comme en témoigne une hausse du solde pondéré afférent, qui est passé de 12 en janvier à 30 en mars. Les tensions géopolitiques liées à l'imminence du conflit en Irak ont probablement été à l'origine du pessimisme des ménages observé en début d'année 2003. Les consommateurs ont cependant, depuis le début du deuxième trimestre 2003, fait preuve d'un regain d'optimisme quant aux perspectives d'évolution des prix dans le sillage d'une sensible atténuation des tensions géopolitiques à partir d'avril. A noter que le profil d'évolution des anticipations de prix décrit ci-dessus est similaire à celui observé au niveau de la zone euro.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 19 : INFLATION PERÇUE, ANTICIPÉE ET OBSERVÉE



En ce qui concerne l'évolution au début de l'année 2004, on note que l'indicateur de confiance des consommateurs s'est amélioré en janvier et en février pour ensuite se détériorer en mars. Il a en effet affiché une valeur de 2 en mars après s'être établi à 3 en février, à 1 en janvier 2004 et à -2 en décembre 2003. Cette augmentation de l'indicateur s'explique essentiellement par l'orientation positive de deux de ses composantes, en l'occurrence les perspectives d'évolution sur 12 mois de la situation économique générale et du chômage. La contribution à l'évolution de l'indicateur des perspectives sur 12 mois de la situation financière des ménages et de la capacité à épargner a été modeste en ce début d'année.

Production potentielle et cycle économique

La reprise est-elle arrivée au Luxembourg ? Aux Etats-Unis, le début d'une reprise est signalé par le creux du cycle économique, ce qui est officiellement daté par un comité du National Bureau of Economic Research (NBER). Les dates des creux sont souvent associées à la contraction du PIB pendant deux trimestres successifs, mais le comité souligne que ses décisions se fondent sur un éventail d'indicateurs économiques beaucoup plus large. En tout cas, les Etats-Unis ont connu deux trimestres de contraction du PIB en 2001 (quand le comité NBER a effectivement identifié un creux) et l'Allemagne a connu le même phénomène en 2003. Au Luxembourg, en l'absence d'une mesure trimestrielle du PIB, il est nécessaire d'utiliser d'autres méthodes pour aborder la question.

Tout d'abord, il convient de clarifier que dans l'analyse du cycle économique le terme "récession" ne se limite pas uniquement aux contractions de l'activité économique souvent associées avec le creux du cycle (comme dans l'acception habituelle), mais s'applique à toute la phase du cycle qui va d'un pic jusqu'au creux suivant. Le ralentissement actuel correspond à une telle phase de faible croissance. D'autre part, le terme "expansion" s'applique à toute la phase du cycle qui va d'un creux au pic suivant, représentant des périodes de forte croissance comme celles que le Luxembourg a connues jusqu'en 2000. Par conséquent, le cycle économique est aussi appelé "cycle de croissance", parce qu'il est une succession de périodes de forte croissance (les phases d'expansion) et de périodes de croissance faible ou négative (les phases de récession).

Les fluctuations de la croissance sont bien visibles dans les statistiques économiques publiées, mais le cycle économique lui-même n'est pas directement observable. Pour séparer les phases d'expansion et de récession, il faut définir un taux de croissance d'équilibre ou soutenable à long terme. Il est possible tout simplement d'utiliser le taux de croissance moyen observé sur une période suffisamment longue, mais plus souvent la croissance d'équilibre est associée au concept de la "production potentielle".

La production potentielle est le niveau du PIB atteint par l'utilisation maximale des ressources disponibles qui est compatible avec la stabilité des prix. Ce PIB potentiel augmente continuellement avec l'accumulation du capital, avec la croissance de la force de travail et avec le progrès technique. En revanche, le PIB observé n'augmente pas au même rythme. Quand la croissance observée dépasse la croissance potentielle, le niveau du PIB augmente par rapport à son niveau potentiel. Un "écart de production" positif apparaît une fois que le niveau du PIB observé dépasse le niveau du PIB potentiel. Cet écart entre le niveau du PIB observé et son niveau potentiel augmente aussi longtemps que la croissance observée reste supérieure à la croissance potentielle. L'écart de production atteint sa valeur positive maximale (et l'expansion atteint son pic) quand la croissance effective baisse jusqu'au taux de croissance potentiel. C'est le début d'une phase de récession du cycle, avec une croissance observée inférieure à la croissance potentielle. Pendant cette phase, le PIB augmente moins rapidement que son taux de croissance potentiel et l'écart de production diminue. Quand le PIB devient inférieur à son niveau potentiel, l'écart de production devient négatif. La récession atteint son creux quand la croissance effective remonte à son taux potentiel, stabilisant l'écart de production à sa valeur négative maximale. Dans l'expansion qui suit, la croissance dépasse à nouveau son taux potentiel et l'écart de production négatif se réduit pour ensuite devenir positif.

Par conséquent, les estimations de la production potentielle et de l'écart de production fournissent des renseignements sur les cycles économiques. Les pics correspondent aux valeurs maximales positives de l'écart de production et les creux aux valeurs maximales négatives, permettant ainsi de séparer les périodes d'expansion de celles dites de récession. Cependant, comme le cycle lui-même, la production potentielle et l'écart de production ne sont pas directement observables et doivent être estimés.

Cette contribution fournit une mise à jour des estimations de l'écart de production publiées dans le rapport annuel 2002 de la BCL. En l'absence d'une méthode généralement acceptée pour estimer le PIB potentiel, plusieurs méthodes alternatives sont appliquées⁶. Le degré de divergence entre leurs résultats permet d'évaluer le degré d'incertitude et de compenser partiellement les points faibles des différentes approches qui peuvent être complémentaires à différents points dans le cycle économique. Les estimations de l'écart de production se fondent sur un échantillon prolongé jusqu'à 2005 grâce aux prévisions des variables macro-économiques publiées par l'OCDE en novembre 2003⁷. Cette démarche veut atténuer les effets d'un biais vers la fin de l'échantillon qui affecte plusieurs de ces méthodes et augmente l'incertitude autour des estimations pour les années les plus récentes. Celles-ci sont les observations les plus importantes pour la formulation et l'évaluation de la politique économique.

Des différences importantes existent entre les estimations de l'écart de production présentées ici et celles publiées il y a une année. Plusieurs explications pour ces différences coexistent. Premièrement, le PIB pour 2002 est actuellement une donnée observée et non plus une prévision. Deuxièmement, les nouvelles estimations de l'écart de production se fondent sur un échantillon comprenant une observation supplémentaire, l'année 2005, pour laquelle une prévision est disponible. Troisièmement, l'OCDE a révisé ses prévisions pour les années 2003-2004. Enfin, les données relatives au PIB des années 1985-2001 ont été légèrement révisées par le service de comptabilité nationale du STATEC.

Le tableau suivant présente dans la partie supérieure les différentes estimations de l'écart de production en pourcentage du PIB et, dans sa partie inférieure, les révisions par rapport aux estimations de l'écart de production publiées en 2003. La première colonne indique, dans la partie supérieure, le taux de croissance du PIB en volume et, dans la partie inférieure, les révisions par rapport aux chiffres officiels ou les prévisions disponibles il y a une année. Il convient de souligner que l'OCDE a suivi l'exemple de plusieurs organismes en baissant ses prévisions de la croissance pour le Luxembourg de 2,5% à 1,2% pour l'année 2003 et de 4,5% à 2,0% pour l'année 2004. Ceci a fortement influencé l'estimation de l'écart de production pour certaines méthodes. En particulier, si on suppose que la croissance du PIB potentiel suit une tendance linéaire, celle-ci a une valeur plus faible suite aux révisions des prévisions vers le bas. En effet, pour 2000 et 2001 l'écart de production estimé selon cette méthode est augmenté de plus de 2% et celui de 2002 de presque 3%. Ces révisions indiquent qu'au pic du cycle en 2000 l'écart de production était beaucoup plus positif que celui estimé avec les données disponibles il y a une année.

Une révision vers le haut de l'écart de production en 2000 est commune à toutes les méthodes (sauf le modèle à composantes inobservées de Harvey-Jaeger qui affiche une très faible révision vers le bas). Si l'écart de production était plus grand en 2000, cela veut dire que le taux de croissance du PIB de 9,1% observé cette année contenait une composante cyclique (ou non-soutenable) encore plus importante que celle identifiée dans les estimations de l'année dernière.

⁶ Voir le cahier d'études n°4 de la BCL pour une explication des différentes méthodes.

⁷ Pour chaque année entre 2003 et 2005, la croissance prévue par l'OCDE est presque au centre des intervalles publiés dans le bulletin BCL 2003/3. Les prévisions de l'OCDE sont retenues ici pour faciliter la comparaison avec les résultats publiés dans le rapport annuel BCL 2002.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 10 : ÉCART DE PRODUCTION ET RÉVISIONS PAR RAPPORT AUX ESTIMATIONS DE 2003

	Δ (PIB)	Tendance linéaire	Hodrick-Prescott	Harvey-Jaeger	Kuttner	Apel-Jansson	Fonction / Production
Estimations de l'écart de production							
2000	8,8%	7,8%	7,1%	4,0%	3,2%	5,0%	6,4%
2001	1,2%	4,0%	4,0%	3,3%	3,0%	3,8%	2,8%
2002	1,3%	0,3%	1,3%	2,0%	1,9%	1,9%	0,2%
2003	1,2%	-3,5%	-1,3%	0,5%	0,2%	-1,0%	-1,7%
2004	2,0%	-6,5%	-2,8%	-0,5%	-1,4%	-3,8%	-2,3%
2005	2,8%	-8,7%	-3,6%	-1,3%	-2,4%	-5,3%	-1,8%
Révisions par rapport aux estimations en 2003							
2000	-0,1%	2,0%	0,8%	-0,2%	0,6%	1,8%	2,6%
2001	0,2%	2,3%	1,1%	0,0%	0,6%	1,5%	2,0%
2002	0,5%	2,8%	2,0%	0,7%	0,4%	-0,6%	1,5%
2003	-1,3%	1,6%	1,2%	1,1%	0,1%	-2,0%	1,9%
2004	-2,5%	-0,8%	0,5%	1,4%	-0,3%	-4,0%	1,0%

Source : STATEC, OCDE, calculs BCL

On constate que les révisions sont plus faibles pour la méthode de Kuttner, qui se fonde sur un modèle à composantes inobservées comme la méthode de Harvey-Jaeger mais qui intègre aussi l'inflation. En revanche, la méthode de Apel-Jansson, qui élargit cette approche pour tenir compte également de l'évolution du chômage, affiche de fortes révisions vers le bas en 2003 et 2004. Le contraste entre ces deux approches (méthodologiquement assez similaires) pourrait signifier que la méthode de Kuttner est plus robuste (et donc plus fiable) face aux révisions des données. La méthode de Apel-Jansson pourrait quant à elle se révéler plus informative dans le contexte actuel parce qu'elle a pu tenir compte de l'augmentation rapide et inattendue du chômage observée sur les derniers mois, information négligée par la méthode de Kuttner.

Selon les dernières estimations, l'écart de production est resté positif en 2001 et 2002 malgré le ralentissement brutal de la croissance. En 2003, après la troisième année de croissance faible, la plupart des méthodes estiment que le PIB est devenu inférieur à son niveau potentiel, ouvrant un écart de production négatif. Les deux méthodes qui signalent encore un écart positif le trouvent très près de zéro. Sur la base des prévisions de l'OCDE, toutes les méthodes anticipent un écart négatif pour l'année 2004.

Il faut souligner que pour chaque année entre 2001 et 2004 l'écart de production a diminué par rapport à sa valeur de l'année précédente. Ce résultat est commun à toutes les méthodes d'estimation utilisées. Il a comme implication que pour chacune de ces années le taux de croissance observé ou prévu est inférieur au taux potentiel correspondant. A l'inverse, le creux de la récession, et donc le début de la reprise, est atteint seulement quand l'écart de production se stabilise et entame un mouvement contraire, c'est-à-dire quand la croissance effective dépasse de nouveau son taux potentiel. En 2005 ceci est suggéré pour au moins une méthode (celle par la fonction de production) qui anticipe une réduction de l'écart de production cohérente avec une remontée du PIB vers son niveau potentiel. Selon cette approche, la croissance de 2,8% prévue pour 2005 pourrait déjà annoncer le début de la prochaine phase d'expansion, le taux de croissance étant de nouveau supérieur au taux de croissance potentiel. Selon les autres méthodes, en 2005 le taux de croissance potentiel sera plus important que la croissance prévue.

Cependant, il faut reconnaître le degré d'incertitude important qui entoure toute estimation de l'écart de production et de la croissance potentielle associée. Au Luxembourg cette incertitude est amplifiée par l'absence de données trimestrielles, ce qui oblige le recours à des données annuelles pour l'estimation, limitant ainsi les degrés de liberté et induisant un possible biais d'agrégation temporelle. De plus, le tableau illustre la taille importante des révisions par rapport aux estimations de l'année précédente. Celle-ci signifie que le point de retournement anticipé par chacune de ces méthodes pourrait facilement être avancé (ou retardé) d'une année suite à la publication de nouvelles prévisions ou tout simplement des données officielles quant au niveau du PIB en 2003.

En conclusion, sur la base des données disponibles et des prévisions de l'OCDE, en 2003 et en 2004 la production au Luxembourg diminue par rapport à son niveau potentiel. Toujours sur la base de ces prévisions, la plupart des méthodes considérées ne peuvent pas encore identifier le creux de la récession. Une seule signale que la reprise pourra se concrétiser au Luxembourg en 2005 ; selon les autres méthodes le début de la reprise est reporté pour plus tard.

1.2.4 La croissance économique

Les comptes nationaux n'ayant pas encore été publiés par le STATEC pour l'année 2003, il est difficile de dresser un bilan pour l'année passée. Selon les projections de la BCL de décembre 2003, il est pourtant vraisemblable qu'en moyenne annuelle, la croissance économique en 2003 n'a été guère différente de celle des deux années précédentes. Le Luxembourg a probablement connu une troisième année consécutive de très faible croissance et 2003 n'aura sans doute été qu'une année de transition vers une année de croissance plus soutenue.

Néanmoins des signes tangibles d'une accélération de l'activité économique sont apparus à partir du troisième trimestre 2003. Ainsi, au niveau international, la situation conjoncturelle s'est rétablie graduellement. Parallèlement, on a pu relever une reprise des échanges internationaux dans les statistiques du commerce extérieur. Selon les projections à court terme de la Commission européenne, la dynamique observée au second semestre de l'année 2003 dans la zone euro se serait poursuivie aux deux premiers trimestres de l'année 2004 (voir partie sur la zone euro). Ces projections se fondent entre autres sur une amélioration continue de la confiance des chefs d'entreprises telle qu'exprimée dans les enquêtes de conjoncture harmonisées depuis juillet 2003.

Le début d'embellie conjoncturelle a aussi touché le Luxembourg. Alors que la production industrielle affichait déjà des bons résultats au troisième trimestre 2003, il a pourtant fallu attendre février 2004 pour recenser une amélioration notable de l'indicateur de confiance des chefs d'entreprises. Dans le secteur financier, les banques ont su profiter au deuxième semestre 2003 d'un abaissement de l'incertitude et d'une envolée des marchés financiers pour améliorer leurs résultats. Ainsi, nos indicateurs statistiques sont en ligne avec le scénario tel qu'exprimé dans nos projections de décembre 2003 qui tablaient sur une accélération continue de la croissance du PIB en 2004.

Dans nos projections de décembre 2003, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar avait été identifiée comme un risque susceptible d'entraver le dynamisme de croissance de la zone euro et du Luxembourg. Entre-temps, le taux de change est passé de 1,17\$/€ en fin novembre 2003 à 1,24\$/€ le 26 février 2004. Cette évolution, qui ne corrige que partiellement une phase de sous-évaluation de l'euro par rapport au dollar, n'a à ce stade guère affecté les entreprises de la zone euro, et plus particulièrement la confiance des chefs d'entreprises.

En effet, il est vraisemblable que l'impact de l'évolution adverse du taux de change se trouve contrebalancé par les retombées positives de la reprise parallèle du commerce international qui constitue la pierre angulaire dans les projections d'une accélération de la croissance économique. Cependant, l'évolution du taux de change risque d'avoir un impact sur les prix à l'exportation, et de ce fait aussi sur la marge de profit. Toutefois, les conséquences négatives pour le Luxembourg devraient rester relativement limitées en comparaison avec d'autres pays de la zone euro. Ceci est lié à plusieurs facteurs. Premièrement, la part du commerce extérieur du Luxembourg avec les autres pays de la zone euro est particulièrement importante (75%). Deuxièmement, au Luxembourg la proportion des services dans les exportations totales (deux tiers) est plus importante que celle de la plupart des autres pays. Il est généralement reconnu que la détérioration de la compétitivité-prix liée à l'appréciation de l'euro a moins d'incidences sur les exportations de services que sur les exportations de biens industriels. Certains facteurs, comme un cadre institutionnel favorable ou encore une politique de niche réussie, permettent de protéger partiellement les exportations de services contre les évolutions adverses des taux de change.

TABLEAU 11 : DEVISE DE PAIEMENT UTILISÉE DANS LE COMMERCE HORS ZONE EURO DU LUXEMBOURG EN 2002 (EN POURCENTAGE)

	Biens			Services		
	Euro	Dollar	Autres	Euro	Dollar	Autres
Exportations	51,6	31,2	17,2	48,3	37,2	14,5
Importations	35,3	41,6	23,1	38,1	36,7	25,2

Source : BCL, STATEC

TABLEAU 12 : VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DU COMMERCE DU LUXEMBOURG (EN POURCENTAGE)

	Exportations		Importations	
	Zone euro	Hors zone euro	Zone euro	Hors zone euro
Biens				
2001	74	26	83	17
2002	75	25	85	15
2003	76	24	87	13
Services				
2001	59	41	55	45
2002	62	38	60	40
2003	61	39	62	38

Source : STATEC

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Rappelons également qu'une phase d'appréciation de la monnaie n'entraîne pas nécessairement un ralentissement conjoncturel. Lors des années 1985-1988, période d'appréciation des monnaies européennes par rapport au dollar à la suite des accords du Plaza, les économies de la zone euro, y inclus le Luxembourg, ont connu une conjoncture florissante sur fond d'une forte demande domestique.

Cette époque s'est caractérisée certes également par une évolution très favorable du prix du pétrole, mais les effets bénéfiques d'une amélioration des termes de l'échange ont constitué un facteur de soutien au revenu disponible des agents économiques de la zone euro. Par conséquent, le scénario d'une croissance plus rigoureuse pour l'année courante et a fortiori pour 2005 reste d'actualité, tout comme la conclusion que cette croissance ne renouera pas avec les taux très élevés connus avant 2001.

Concentration et variations sectorielles de l'économie luxembourgeoise de 1985 à 2002

Une économie ouverte aura, selon la théorie classique du commerce international, tendance à se spécialiser dans les secteurs dans lesquels elle dispose d'un avantage "comparatif" par rapport à ses partenaires commerciaux. Le commerce entre pays sera alors de nature "inter-industriel". Cette spécialisation de la structure de production mènerait à l'utilisation optimale des ressources disponibles ainsi qu'à la maximisation de la production et du revenu de l'ensemble des économies participantes aux échanges commerciaux.

Pourtant, des théories plus récentes reconnaissent que la grande partie du commerce international est de nature "intra-industriel", parce que la différenciation des produits, la préférence des consommateurs pour la diversité, ainsi que les économies d'échelle conduisent, dans les économies développées surtout, à une homogénéisation relative des structures de production.

Indépendamment de la question de savoir si une très forte spécialisation d'une économie dans un nombre restreint de secteurs est bénéfique ou non il est évident que dans le cas d'une crise dans un des secteurs de l'économie, les conséquences - au moins à court terme - seraient d'autant plus graves que le secteur jouerait un rôle dominant dans l'économie. Aussi, plus un espace économique est restreint, plus la probabilité est grande - toute autre chose étant égale par ailleurs - que le poids relatif des différents secteurs soit très inégal et qu'un ou plusieurs secteurs assument un rôle dominant, augmentant ainsi la vulnérabilité de l'économie à des variations cycliques ainsi qu'à des chocs spécifiques. C'est dans ce contexte, que les gouvernements luxembourgeois successifs ont entamé et poursuivi leur politique dite de "diversification", c'est-à-dire non pas de freiner la croissance du ou des secteur(s) qui se développe(ent) remarquablement bien, mais de favoriser la progression d'autres secteurs afin d'éviter que l'économie ne se transforme en une structure monolithique.

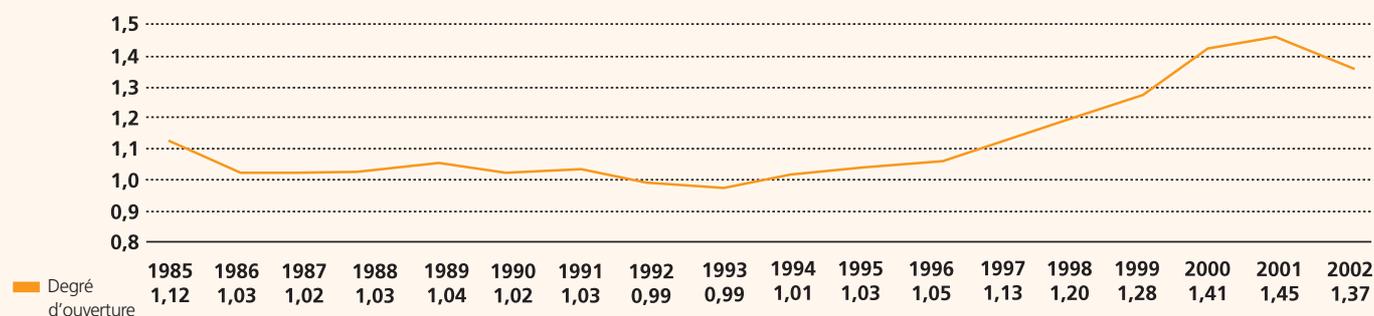
Le présent encadré vise d'une part à analyser l'évolution de l'importance relative des différents secteurs, de voir si l'économie luxembourgeoise est devenue, depuis l'année 1985⁸, plus ou moins diversifiée et avec quelle vitesse le changement structurel s'est produit. Si le déclin de l'industrie sidérurgique dans les années 70 a rendu nécessaire de forts ajustements au sein de l'économie nationale, c'est le secteur financier qui a pris la relève et dont le rôle important soulève des questions, et ceci malgré -voire même à cause- des effets bénéfiques de ce secteur pour l'économie.

Degré d'ouverture

Depuis le milieu des années 1980, l'économie luxembourgeoise est beaucoup plus orientée vers son environnement international et vers la production de biens et services à l'exportation. La période de 1985 à nos jours peut être divisée en deux parties. La première période qui s'étale de 1985 jusqu'en 1993 est caractérisée par un degré d'ouverture de l'économie certes déjà élevé, mais plutôt stable voire même légèrement en recul. Ce n'est qu'après 1993 que l'ensemble des exportations et importations a enregistré une progression annuelle plus rapide que celle du PIB. La première baisse en comparaison annuelle n'apparaît qu'en 2002.

⁸ C'est la première année pour laquelle le Luxembourg dispose de données de comptabilité nationale compilées selon la méthodologie SEC95.

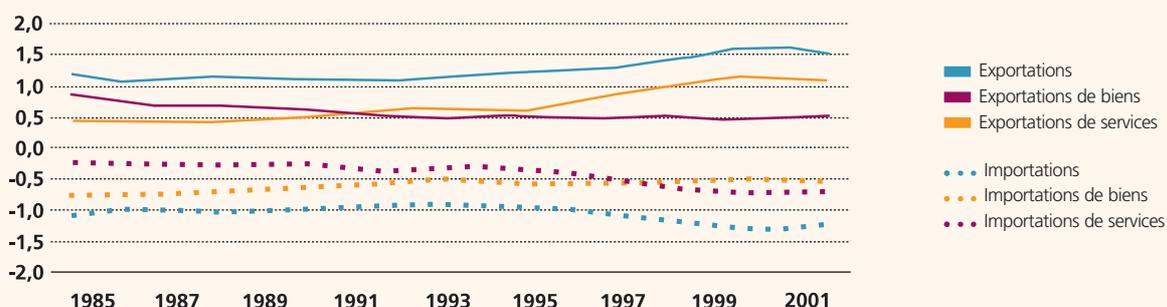
GRAPHIQUE 20 : ÉVOLUTION DU DEGRÉ D'OUVERTURE¹



¹ Mesuré par la moyenne de la somme des exportations et des importations des biens et services, divisée par le niveau du PIB (toutes les variables sont à prix courants).

Source : STATEC

GRAPHIQUE 21 : POIDS RELATIF DANS LE PIB NOMINAL DES EXPORTATIONS ET DES IMPORTATIONS



Source : STATEC

Lorsque l'on décompose les importations et les exportations selon les catégories "biens" et "services", on observe une spécialisation croissante de l'économie dans le secteur desservices. De ce fait, le poids relatif des exportations de services dans le PIB a continuellement augmenté pour finalement dépasser celui des biens exportés à partir de 1992. De leur côté, les exportations de biens ont perdu en importance relative entre 1985 et 1993, année à partir de laquelle on est en présence d'une quasi-stagnation de leur poids dans le PIB. De manière analogue, l'économie a eu de plus en plus recours, relativement au PIB, à des importations de biens pour satisfaire une grande partie de ses besoins de consommation, de production et d'investissement au cours de la période sous revue. Ce n'est qu'à partir de 1999 que les importations de services sont devenues plus importantes, ce qui pourrait être lié directement aux (ré)exportations de services (financiers).

Degré de concentration sectorielle

L'indice de Herfindhal permet de mesurer la concentration "totale" d'une économie au fil du temps, c'est-à-dire en tenant compte non seulement d'un nombre limité de secteurs les plus importants (voir plus bas), mais en incorporant également dans l'analyse les secteurs de taille plus modeste afin de révéler une image de la concentration de l'économie totale.

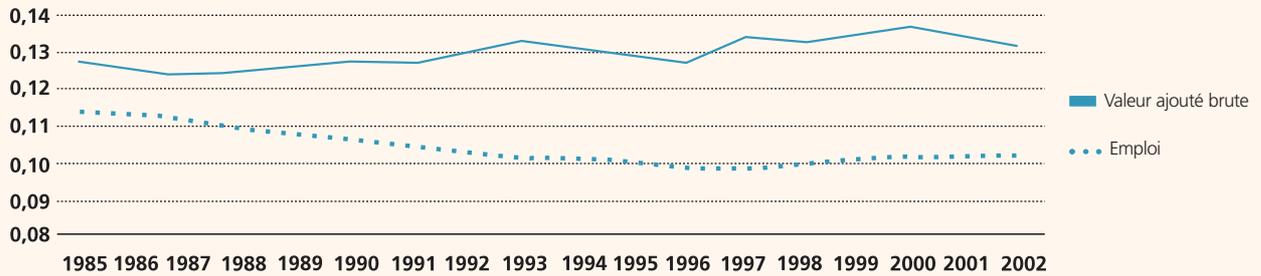
L'indice se calcule de la manière suivante :
$$I_H = \sum_{i=1}^N a_i^2$$
 Où a_i = part du secteur i dans la valeur ajoutée brute réelle totale
N = nombre de secteurs i qui constituent l'économie totale

Pour un nombre total de secteurs $N=15$,
l'indice peut prendre les valeurs suivantes : $\frac{1}{N} \leq I_H \leq 1$, donc $\frac{1}{15} \leq I_H \leq 1$ ou encore $0,066667 \leq I_H \leq 1$

Dans le cas où une branche domine la structure de production, l'indice tend vers l'unité. Moins la structure est spécialisée dans certaines branches plus l'indice tend vers $1/N$.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 22 : L'INDICE DE HERFINDAHL DE LA CONCENTRATION SECTORIELLE

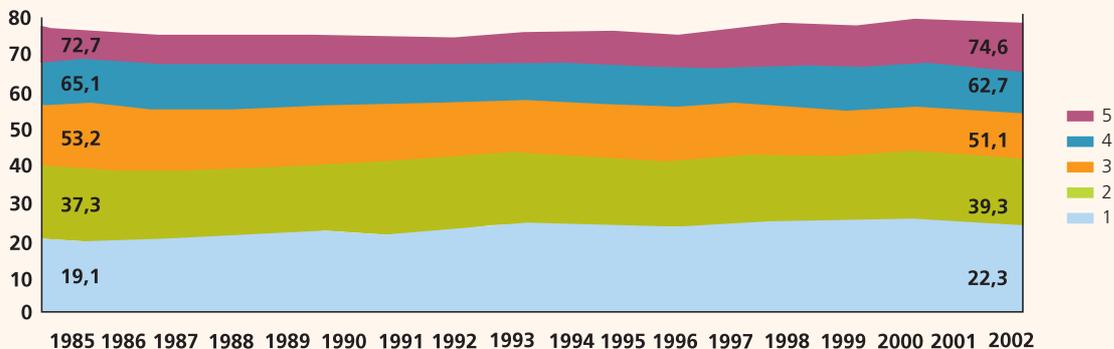


Source : STATEC, calculs BCL

L'indice de Herfindahl affiche des résultats divergents pour la valeur ajoutée et l'emploi. Tandis que depuis 1987, la valeur ajoutée a suivi le chemin d'une augmentation continue et modérée jusqu'en 2000 environ, l'emploi est, quant à lui, parti d'un niveau de concentration sectorielle quelque peu inférieur et s'est diversifié graduellement jusqu'en 1997. Depuis lors, le degré de concentration est demeuré quasi stable. Globalement, vu la valeur maximale que peut prendre l'indicateur, la concentration ne semble pas particulièrement élevée ni pour la valeur ajoutée, ni pour l'emploi.

L'évolution du degré de concentration de l'économie peut encore être mesurée à l'aide d'un simple ratio de concentration avec différentes valeurs pour le nombre m des secteurs les plus larges pris en compte. Pour chaque année, le ratio de concentration additionne la part relative, dans la valeur ajoutée totale, des m secteurs les plus grands, en ordre décroissant. Ceci permet d'exclure un nombre quelconque des secteurs (les N-m plus petits) de l'analyse.

GRAPHIQUE 23 : RATIO DE CONCENTRATION (POUR M DE 1 À 5)



Source : STATEC, calculs BCL

L'évolution a été telle que pour les valeurs de m égales à 1 et 2 (Intermédiation financière et Services immobiliers, de location et services principalement fournis aux entreprises, en ordre décroissant), le ratio de concentration a légèrement progressé entre 1985 et 2002, ce qui est entièrement imputable au secteur de l'intermédiation financière, puisque la valeur ajoutée du deuxième secteur augmente moins rapidement que la valeur ajoutée totale au cours de la période sous revue. Pour des valeurs de m situées entre 3 et 4, la concentration de l'économie a même légèrement diminué au fil du temps. Alors que selon cette mesure pas grand chose semble avoir changé du point de vue du degré de concentration sectorielle et du poids cumulé des secteurs les plus importants, l'ordre des secteurs a pourtant subi des modifications. Le secteur "gagnant" des 18 années observées est celui des "Transports et télécommunications". Il devient le quatrième secteur de l'économie en 1993, et se substituant à l'administration publique avant de gagner encore deux positions en 2002, dépassant à la fois le secteur manufacturier et le commerce en gros et de détail.

TABLEAU 13 : TAUX DE CROISSANCE ANNUELS MOYENS DE LA VALEUR AJOUTÉE BRUTE À PRIX CONSTANTS

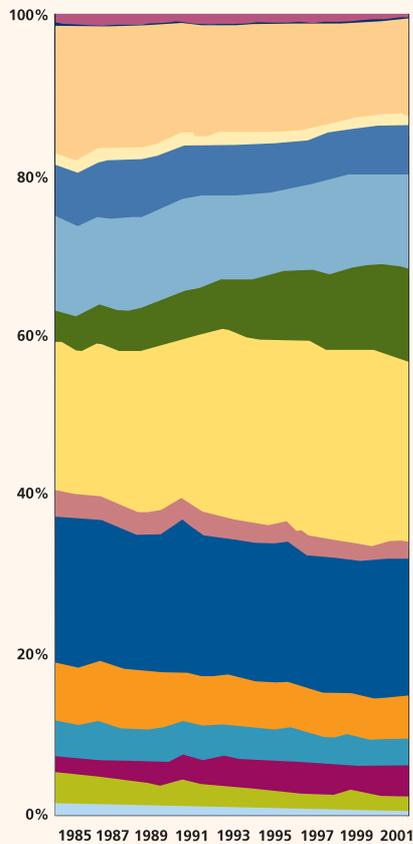
	1985-1990	1990-1995	1995-2002	1985-2002
Agriculture, chasse et sylviculture ; pêche et aquaculture	0,2	5,5	-3,9	0,0
Produits d'extraction	11,7	2,8	4,1	5,9
Produits manufacturés	6,4	2,8	2,8	3,9
Électricité, gaz et eau	6,8	4,4	5,1	5,4
Construction	8,3	2,9	4,5	5,1
Ventes ; réparations automobiles et d'articles domestiques	7,4	2,6	6,4	5,5
Services d'hôtellerie et de restauration	4,2	0,5	2,1	2,2
Transports et communications	15,8	13,8	10,8	13,1
Services financiers	9,7	7,0	4,3	6,7
Services immobiliers, de location et aux entreprises	7,1	4,5	4,5	5,3
Services d'administration publique	5,5	1,8	3,2	3,5
Éducation	7,6	3,1	4,0	4,8
Services de santé et d'action sociale	17,7	9,3	5,6	10,1
Services collectifs, sociaux et personnels	-0,6	1,7	-0,2	0,2
Services domestiques	0,3	2,2	3,3	2,1
Total Branches	7,9	4,9	4,8	5,7
Total Branches si les SIFIM restent inclus	7,7	4,4	5,1	5,7

Source : STATEC

Parmi les 15 secteurs observés, seuls quatre ont eu une performance au-dessus de la moyenne de l'économie totale. Il peut sembler remarquable que les services financiers ne soient que troisième en termes de croissance, puisque ce secteur est communément perçu comme étant un "moteur" majeur de l'économie, mais ceci s'explique par plusieurs facteurs. Premièrement, le secteur des services de la santé et d'action sociale est moins dépendant des lois du marché et dépend dans une plus grande partie de la structure démographique et des décisions politiques. Deuxièmement, le succès du secteur des transports et de la communication doit être interprété en tenant compte que dans un petit pays, un nombre restreint d'entreprises peut faire la différence pour un secteur entier. Dans ce cas-ci, la Société Européenne des Satellites SES ainsi que Cargolux auront significativement influencé ce secteur. De plus, ce dernier secteur a bénéficié des quantités croissantes de carburants vendus à des non-résidents (des frontaliers comme des professionnels de la route). Finalement, ce sont les produits d'extraction qui ont très légèrement dépassé la performance moyenne de l'économie. Ceci est dû exclusivement à la première sous-période sous revue (de 1985 à 1990). Ainsi, les secteurs qui ont de loin dépassé la performance des autres se révèlent faire partie du secteur tertiaire, témoignant ainsi de l'importance toujours croissante du secteur des services, telle qu'elle est reflétée dans le graphique 24.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 24 : POIDS RELATIF DE LA VALEUR AJOUTÉE SELON LES SECTEURS



	1985	2002
Agriculture, chasse et sylviculture ; pêche et aquaculture	1,4	0,6
Produits d'extraction	0,1	0,1
Produits manufacturés	15,9	11,8
Électricité, gaz et eau	1,5	1,4
Construction	6,7	6,1
Ventes ; réparations automobiles et d'articles domestiques	11,9	11,6
Services d'hôtellerie et de restauration	3,6	2,0
Transports et communications	3,8	11,9
Services financiers	19,1	22,3
Services immobiliers, de location et aux entreprises	18,2	17,0
Services d'administration publique	7,6	5,3
Éducation	4,3	3,7
Services de santé et d'action sociale	2,0	3,9
Services collectifs, sociaux et personnels	4,9	2,0
Services domestiques	0,7	0,4
Total (SIFIM inclus)*	101,8	100,2

Source : STATEC, BCL

* aux arrondis près

Source : STATEC, calculs BCL

Par conséquent, si des mesures usuelles telles que l'indice de Herfindahl ou encore le ratio de concentration n'affichent pas un mouvement vers une forte concentration, elles cachent néanmoins le fait que l'économie s'est davantage orientée vers les services marchands.

Vitesse des variations sectorielles

Un outil communément utilisé pour mesurer respectivement l'importance et la vitesse des changements sectoriels au fil du temps est l'indicateur dit de Lilien.

Afin d'évaluer ces variations, l'indicateur mesure d'abord la différence entre la croissance d'un secteur individuel et celle de la valeur ajoutée totale pour ensuite pondérer cette différence avec la part relative de chacun des secteurs dans la valeur ajoutée totale. Afin d'éviter que la sommation de différences positives et négatives ne falsifie à la baisse (et tende concrètement vers zéro) la mesure du changement structurel, on prend le carré des différences. Après la sommation des résultats sectoriels, la racine carrée est prise afin de contrebalancer le fait d'avoir initialement calculé le carré de la différence entre les taux de croissance des secteurs.

Ainsi, l'indicateur de Lilien correspond à :

$$I_L = \left[\sum_{i=1}^N \frac{L_i}{L} \left(\frac{\Delta L_i}{L_i} - \frac{\Delta L}{L} \right)^2 \right]^{0,5}$$

où L = valeur ajoutée brute réelle totale

L_i = valeur ajoutée brute réelle dans le secteur i

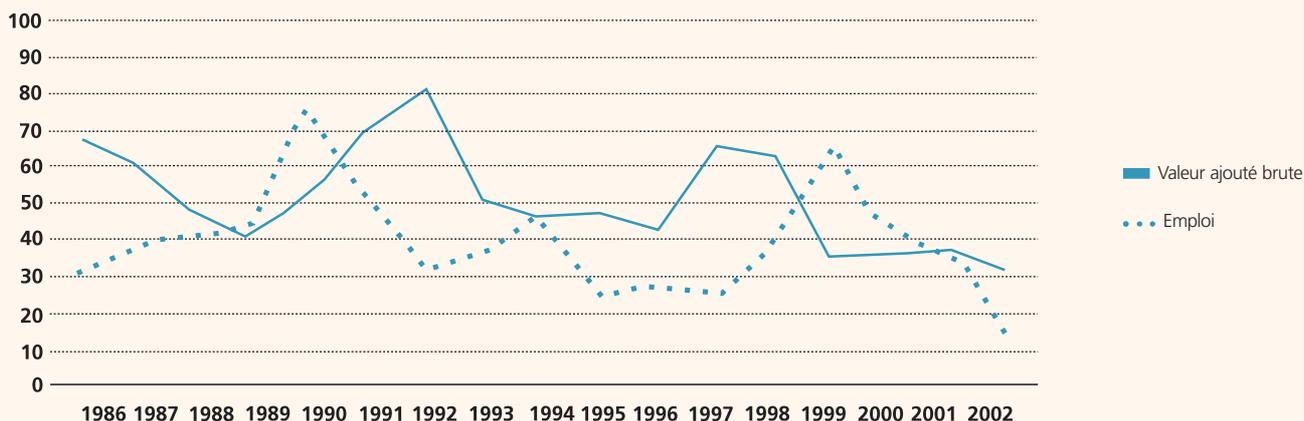
ΔL = variation de la valeur ajoutée entre deux années

N = nombre de secteurs utilisés dans le calcul

L'indicateur de Lilien prend des valeurs élevées dans des périodes de turbulence sectorielle, quand la structure de l'économie est en transformation. En revanche, quand la structure est relativement stable, toutes les branches auront un taux de croissance près du taux de croissance moyen et l'indicateur de Lilien prend des valeurs faibles.

En subdivisant l'économie en 15 secteurs différents, l'analyse donne les résultats suivants :

GRAPHIQUE 25 : INDICATEUR "LILIEN" DE LA TURBULENCE SECTORIELLE EN VALEURS ANNUELLES



Source : STATEC, calculs BCL

TABLEAU 14 : INDICATEUR "LILIEN" DE LA TURBULENCE SECTORIELLE (CALCULÉ POUR LES ANNÉES DE DÉBUT ET DE FIN DE PÉRIODE)

	1985-1990	1990-1995	1995-2002	1985-2002
Valeur ajoutée brute	229,1	196,8	231,4	1 290,3
Emploi	221,3	191,3	307,2	1 037,4

Source : STATEC, calculs BCL

On observe que le changement structurel a été plus fort pendant la seconde moitié des années 80 que de 1990 à 1995. Ceci vaut pour la ré-allocation sectorielle de la valeur ajoutée comme pour celle de l'emploi. En ce qui concerne les sept dernières années sous revue, les modifications qu'ont subi les poids relatifs des différents secteurs ont été relativement plus fortes dans le domaine de l'emploi. Sur les 17 années, on note une variation relativement plus forte des poids relatifs sectoriels de la valeur ajoutée par rapport à celle de l'emploi.

Impact des variations sectorielles sur la productivité agrégée : analyse shift-

Des variations du poids relatif des différents secteurs ne vont pas rester sans influence sur l'évolution de la productivité agrégée du travail, sauf dans le cas théorique et extrêmement improbable d'une évolution identique de la productivité au sein de ces différents secteurs. Ainsi, on peut interpréter l'évolution de la productivité comme la résultante de deux évolutions séparées : d'une part, les variations de la productivité à l'intérieur des différents secteurs influent sur la productivité agrégée (effet "intra"). D'autre part, la ré-allocation du facteur de production "travail" d'un secteur à l'autre, va également affecter le niveau et donc la croissance de la productivité au niveau de l'économie totale sans que de "vrais" progrès de productivité aient été réalisés pour un secteur donné (effet "shift"). Des hausses globales de la productivité peuvent donc être décomposées à l'aide de la formule suivante :

$$\frac{\Delta P}{P} = \sum_{i=1}^N \left[\frac{\bar{S}_i \Delta P_i}{P_i} + \frac{\bar{P}_i \Delta S_i}{P_i} \right]$$

où P_i est la productivité du travail dans le secteur i
 S_i est le poids relatif de l'emploi du secteur i dans l'emploi total
et S et P représentent les valeurs moyennes de 2 années.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La désagrégation de l'évolution de la productivité en ses composantes *intra* et *shift* produit les résultats suivants.

TABLEAU 15 : VARIATION DE LA PRODUCTIVITÉ ET DE SES COMPOSANTES DE 1985 À 2002 (MOYENNES ANNUELLES)

	Productivité	Effet <i>intra</i>	Effet <i>shift</i>
Économie totale	2,2	1,0	1,2
Manufacture	4,3	4,3	0,0
Services collectifs et services marchands	1,4	0,2	1,2

Source : STATEC, calculs BCL

Entre 1985 et 2002, il s'avère qu'un peu plus de la moitié de la croissance en moyenne annuelle de la productivité (2,2%) est le résultat d'une ré-allocation du travail entre secteurs : l'emploi a de plus en plus été attiré par des secteurs à niveau de productivité élevé. De l'autre côté, la productivité ne progresse que relativement peu (1,0% en moyenne annuelle) à la suite d'une amélioration à l'intérieur des différents secteurs (progrès technique, variation du rapport stock de capital/nombre de salariés, meilleure formation des employés etc.).

L'image est très hétérogène lorsque l'on analyse séparément le secteur manufacturier et les services collectifs et marchands : Dans la branche manufacturière et dans les différentes sous-branches, la totalité de l'amélioration de la productivité provient de l'effet *intra*, tandis que l'effet *shift* est négligeable. En revanche, dans les services collectifs et marchands, non seulement la progression moyenne de la productivité du travail est assez faible, mais en plus elle provient surtout du changement structurel à l'intérieur du secteur.

Conclusion

L'analyse a porté sur le changement structurel de l'économie luxembourgeoise, un sujet qui mérite approfondissement et pour lequel d'autres travaux sont prévus. A part des évolutions bien connues - dépendance croissante de l'environnement international, spécialisation dans les services - on a vu que le processus de spécialisation sectorielle n'a pas mené à une concentration de la production beaucoup plus forte comparée à celle du début de la période sous revue. Pour l'emploi, on a même noté un mouvement vers une plus grande diversification selon les secteurs. Du côté de la valeur ajoutée, les quatre secteurs les plus importants pris ensemble représentent une partie moins importante de l'économie totale en 2002 qu'en 1985. En même temps, la vitesse de la variation sectorielle a, en moyenne, été plus forte pour la valeur ajoutée que pour l'emploi, ceci à l'exception des sept dernières années sous revue. L'analyse a également montré que les variations sectorielles ont engendré une grande partie de la croissance agrégée de la productivité du travail. En ce qui concerne plus spécifiquement les services marchands, la productivité ajustée pour les variations sectorielles a presque stagné d'une année à l'autre pendant la période sous revue.

1.2.5 Le secteur financier

L'enquête sur le crédit bancaire

L'enquête trimestrielle sur le crédit bancaire au Luxembourg s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. Cette enquête se présente sous forme d'un questionnaire relatif aux crédits consentis aux ménages et aux sociétés non financières.

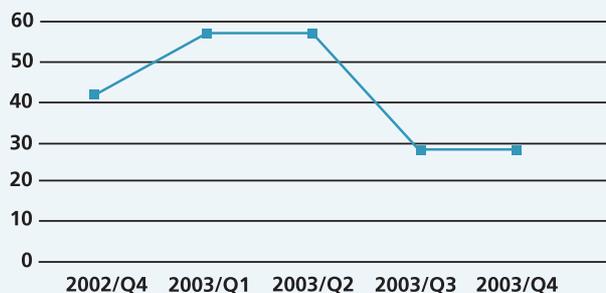
Ce questionnaire est envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de banques (7 banques) représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Ce questionnaire est composé d'une série de questions de nature qualitative portant à la fois sur la demande et sur l'offre de crédits. Certaines questions sont de nature rétrospective et d'autres de nature prospective. L'enquête est divisée en deux parties, l'une concernant les crédits aux entreprises et l'autre concernant les crédits aux ménages.

Crédits accordés aux entreprises

Les résultats de l'enquête font apparaître un durcissement des critères d'octroi des crédits aux entreprises tout au long de l'année 2003. Cependant, pendant les deux dernières enquêtes, le pourcentage net de banques rapportant un durcissement de leurs critères d'octroi a fléchi. Ainsi, après avoir atteint le niveau de 57% au premier semestre, le pourcentage net de banques rapportant un durcissement de leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises a reculé pour s'établir à 29% au deuxième semestre 2003. En ce qui concerne les anticipations pour le premier trimestre 2004, en net 43% des banques interrogées prévoient un durcissement futur de leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises.

GRAPHIQUE 26 : LUXEMBOURG - CRÉDITS AUX ENTREPRISES : ÉVOLUTION DES CRITÈRES D'OCTROI

(% net des banques rapportant un durcissement)



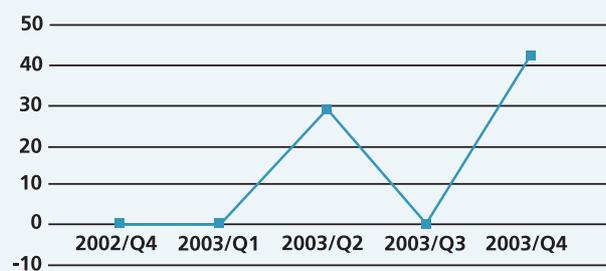
Source : BCL

Selon les réponses des banques interrogées, le durcissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises tient principalement aux perceptions accrues de risques (principalement prévisions concernant l'activité économique générale et les perspectives spécifiques du secteur ou de l'entreprise concernée) ainsi qu'aux coûts liés aux fonds propres des banques. Ce durcissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises s'est traduit par l'élargissement des marges sur les prêts ainsi que par d'autres modalités comme la durée, les clauses des contrats, le montant du crédit accordé et les demandes de garanties.

En ce qui concerne la perception par les banques de la demande globale de crédits émanant des entreprises, celle-ci débouchait en une demande stationnaire en début d'année. Elle a ensuite augmenté au deuxième trimestre et est revenue à sa position stationnaire au troisième trimestre. Finalement, la demande a nettement augmenté en fin d'année : au quatrième trimestre un net de 43% des banques interrogées ont rapporté une hausse de la demande de crédits. En ce qui concerne les anticipations futures, en net 14% des banques interrogées prévoient une hausse de la demande émanant des entreprises pour le premier trimestre 2004.

GRAPHIQUE 27 : LUXEMBOURG - CRÉDITS AUX ENTREPRISES : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE

(% net des banques rapportant une hausse)



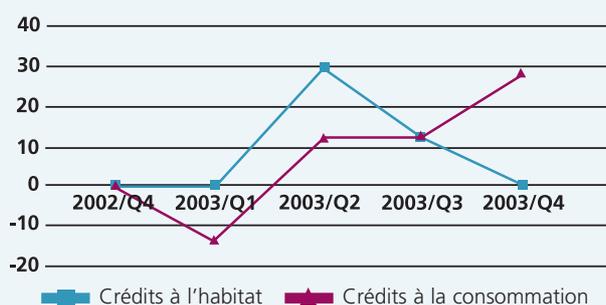
Source : BCL

En ce qui concerne les facteurs sous-jacents à cette demande accrue enregistrée au deuxième ainsi qu'au quatrième trimestre 2003, les banques ont principalement rapporté une hausse des besoins de financement pour investissements en capital fixe, pour la gestion de stocks et de fonds de roulement ainsi que pour des raisons de restructuration de dettes.

Crédits accordés aux ménages

GRAPHIQUE 28 : LUXEMBOURG - CRÉDITS AUX MÉNAGES : ÉVOLUTION DES CRITÈRES D'OCTROI

(% net des banques rapportant un durcissement)



Source : BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Concernant les crédits à l'habitat, les résultats des enquêtes ont fait apparaître, en moyenne, des critères d'octroi inchangés en début de l'année. Ensuite, au deuxième trimestre, 29% des interrogés ont rapporté un durcissement des critères d'octroi pour ensuite revenir à leur position neutre au dernier trimestre 2003. En ce qui concerne les anticipations futures, en net 14% des banques interrogées prévoient pour le premier trimestre 2004 un durcissement de leurs critères d'octroi pour crédits à l'habitat.

Le durcissement des conditions d'octroi de crédits à l'habitat aux ménages, observé au deuxième et troisième trimestre, s'est inscrit dans un climat moins optimiste concernant les prévisions pour l'activité économique générale et les perspectives du marché du logement. Ce durcissement s'est traduit par l'élargissement des marges sur les prêts les plus risqués ainsi que par d'autres modalités comme la durée, les clauses des contrats, la quotité d'emprunt⁹ et les demandes de garanties.

En ce qui concerne les critères d'octroi des crédits à la consommation, les banques ont rapporté un assouplissement de ceux-ci au premier trimestre 2003, mais un durcissement au cours des trimestres suivants. Au dernier trimestre 2003, 29% des banques interrogées ont rapporté un durcissement des critères d'attribution. En ce qui concerne leurs anticipations futures, 14% des banques interrogées prévoient un durcissement de leurs critères d'octroi de crédits à la consommation aux ménages.

Selon les banques, un assouplissement des critères d'octroi pour crédits à la consommation aux ménages en début d'année était motivé par des considérations de concurrence. Ensuite, les doutes autour des prévisions concernant l'activité économique générale, de la capacité de remboursement des emprunteurs ainsi que des risques relatifs aux garanties requises les ont amenées à durcir leurs critères d'octroi. Ce durcissement s'est traduit par des demandes de garanties accrues.

GRAPHIQUE 29 : LUXEMBOURG - CRÉDITS AUX MÉNAGES : ÉVOLUTION DE LA DEMANDE

(% net des banques rapportant une hausse)



Source : BCL

Les banques interrogées ont rapporté une demande accrue pour les crédits à l'habitat tout au long de l'année, en raison de la confiance des consommateurs et des perspectives sur le marché du logement. Les résultats des enquêtes montrent également une demande accrue pour les crédits à la consommation à partir du deuxième trimestre 2003 qui reflète tant la confiance accrue des consommateurs et des dépenses de consommation de biens durables en hausse.

En ce qui concerne les anticipations, les banques interrogées prévoient une demande inchangée émanant des ménages pour le premier trimestre 2004 tant pour les crédits à l'habitat qu'à la consommation.

⁹ Il s'agit du rapport entre le montant emprunté et la valeur de la garantie sous-jacente, estimée ou appréciée à sa valeur de marché, généralement pris en compte pour les crédits de financement de biens immobiliers.

Les taux d'intérêt des banques luxembourgeoises

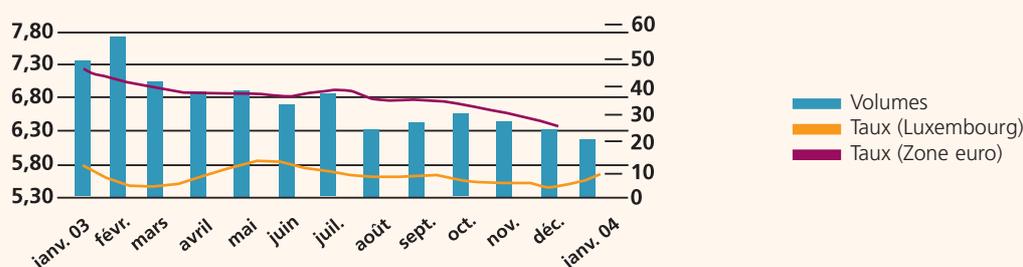
Les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux contrats des agents non-financiers ont globalement diminué entre janvier 2003 et janvier 2004. Après avoir tardé à se faire ressentir, les effets des deux assouplissements monétaires survenus en mars et en juin 2003 sont à présent intégrés dans le niveau général des taux d'intérêt.

Les taux portant sur les crédits à la consommation dont la durée de fixation du taux d'intérêt est comprise entre 1 et 5 ans, ont affiché une nette progression de 23 points de base entre décembre 2003 (5,46%) et janvier 2004 (5,69%). Parmi les phénomènes à l'origine de cette hausse, notons que le segment 1-5 ans pour la fixation du taux reflète en grande partie les anticipations des banques en matière de politique monétaire. Notons également que seule une faible partie des banques luxembourgeoises a ouvert des contrats de façon régulière sur ce segment au cours de l'année 2003 et au début 2004.

Ce changement de tendance entre décembre 2003 et janvier 2004 entame en grande partie la baisse de 13 points de base observée sur ces taux depuis janvier 2003. Les taux sur les crédits à la consommation s'établissaient alors à 5,82%. Cette diminution s'accompagne également d'une baisse régulière des volumes.

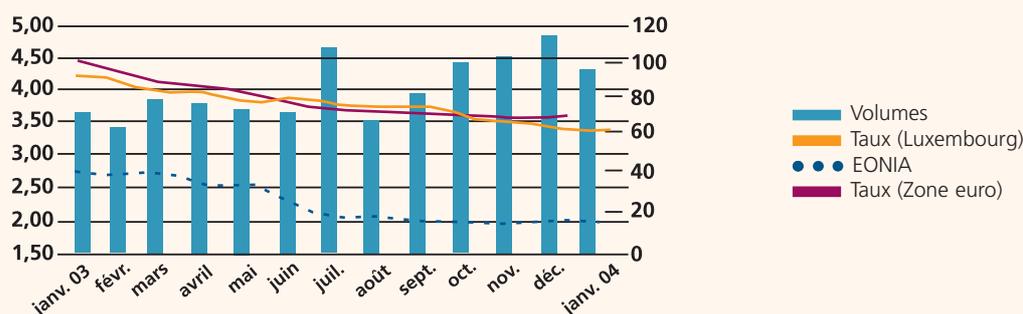
Le niveau des taux variables sur les crédits immobiliers s'est stabilisé entre décembre 2003 (3,40%) et janvier 2004 (3,39%). Sur 12 mois, depuis janvier 2003, le coût du crédit immobilier a diminué de 86 points de base, dans le sillage de l'évolution des taux du marché monétaire.

GRAPHIQUE 30 : ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT (ÉCHELLE DE GAUCHE) ET DES VOLUMES (ÉCHELLE DE DROITE, EN MILLIONS D'EUROS) SUR LES NOUVEAUX CONTRATS DE CRÉDITS À LA CONSOMMATION DEPUIS JANVIER 2003



Source : BCL/BCE

GRAPHIQUE 31 : ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT (ÉCHELLE DE GAUCHE) ET DES VOLUMES (ÉCHELLE DE DROITE, EN MILLIONS D'EUROS) SUR LES NOUVEAUX CONTRATS DE CRÉDITS IMMOBILIERS DEPUIS JANVIER 2003

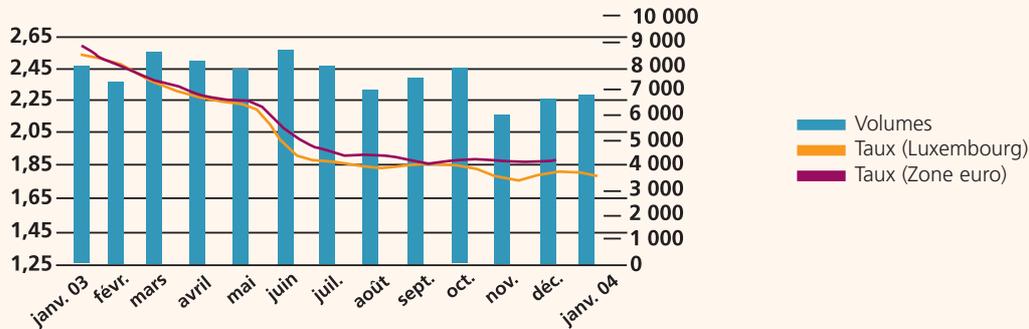


Source : BCL/BCE

Au 31 janvier 2004, les dépôts à terme des ménages dont l'échéance est inférieure à un an étaient rémunérés 1,78%. Ceci correspond à une baisse de 74 points de base par rapport au 31 janvier 2003.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 32 : ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT (ÉCHELLE DE GAUCHE) ET DES VOLUMES (ÉCHELLE DE DROITE, EN MILLIONS D'EUROS) SUR LES NOUVEAUX CONTRATS DE DÉPÔTS À TERME DES MÉNAGES DEPUIS JANVIER 2003



Source : BCL/BCE

Les taux variables sur les crédits aux sociétés non-financières, atteignent 3,42% pour la tranche inférieure à un million d'euros, et 3,10% pour la tranche supérieure à un million d'euros. Ces crédits ont connu une diminution de leur coût de respectivement 74 et 39 points de bases depuis janvier 2003, ce qui va dans le sens de l'évolution des taux de marché à long terme.

Bien qu'en progression de 9 points de base entre décembre 2003 (1,96%) et janvier 2004 (2,05%), la rémunération des dépôts à terme des sociétés non-financières a perdu 69 points de base sur 12 mois.

Notons enfin que, suivant le type de crédits ou de dépôts, des effets statistiques peuvent provoquer une assez forte volatilité des taux d'intérêt. Parmi ces effets, le plus important est la faible proportion de banques offrant des crédits ou récoltant des dépôts de façon régulière. A titre d'exemple, seules 6 des 59 banques de notre échantillon ont ouvert au moins un contrat de crédit immobilier à taux variable chaque mois entre janvier 2003 et janvier 2004.

Un établissement de crédit peut également représenter à lui seul une part non-négligeable du volume d'affaire total, et ainsi orienter le taux moyen pondéré. Ceci s'observe, par exemple, pour les crédits aux sociétés non-financières d'un montant inférieur à un million d'euros, où, en janvier 2003, 90% du volume total provenait d'un seul établissement. Cette part est retombée à 70% en janvier 2004.

1.2.6 Le marché du travail

1.2.6.1 L'emploi

Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance annuelle de l'emploi total intérieur a amorcé une décélération en juillet 2001 qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2002, suivant ainsi avec retard la détérioration de la conjoncture. Rappelons que le rythme de progression annuel de l'emploi est graduellement passé de 4,3% en janvier 2002 à 2,3% en décembre 2002. Par la suite, la tendance à la baisse de la progression annuelle de l'emploi s'est interrompue, comme en témoigne la stabilisation du taux annuel autour de 2,0% tout au long de l'année 2003. Par voie de conséquence, le rythme de progression moyen de l'emploi intérieur total a reculé à 2,0% en 2003, après 3,2% pour l'année précédente. En outre, les estimations disponibles pour janvier 2004 tablent sur une poursuite de cette stabilisation de la croissance annuelle de l'emploi.

L'économie luxembourgeoise a donc continué à créer des emplois tout au long de l'année 2003 bien que leur nombre soit tombé de 40% par rapport à l'année précédente (5 773 emplois créés en moyenne chaque mois en 2003 contre 8 705 en 2002). Selon les chiffres disponibles jusqu'en octobre 2003, cette "résistance" de la croissance annuelle de l'emploi trouve principalement sa source dans les secteurs des "Activités immobilières, locations et services aux entreprises" (0,5 point de pourcentage sur les 2,0% de croissance moyenne observée au cours des dix premiers mois), de la "Construction" (0,3 point de pourcentage) et des "Transports" (0,3 point de pourcentage). Au regard des problèmes de comptabilisation des salariés apparus ces dernières années en particulier dans les secteurs des "Transports", de la "Construction" et des "Services aux entreprises" qui s'expliquent par la difficulté de mesurer la durée du détachement des employés envoyés en mission à l'étranger notamment, il se pourrait que des emplois "virtuels" soient comptabilisés dans les statistiques de l'emploi. Ce biais statistique pourrait expliquer en partie la résilience observée de la croissance de l'emploi.

TABLEAU 16 : CROISSANCE ANNUELLE (EN %) DE L'EMPLOI* ET TAUX DE CHÔMAGE "STRICT" ET "LARGE"

	Emploi salarié intérieur	Indépendants	Emploi total intérieur	Frontaliers entrants	Emploi national	Population active	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage "large"
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,6%	3,7%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,6%	3,7%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	3,0%	4,3%
2003*	2,0	1,6	2,0	3,8	1,0	1,9	3,8%	5,2%
2003 T1	2,1	1,5	2,1	3,9	1,0	1,9	3,7%	5,2%
2003 T2	2,0	1,6	2,0	3,7	1,0	1,9	3,6%	5,1%
2003 T3	2,0	2,1	2,0	3,8	1,0	1,9	3,7%	5,1%
2003 T4	2,0	1,9	2,0	3,7	1,0	1,8	4,2%	5,7%
Nov. 03	1,9	1,9	1,9	3,5	1,0	1,8	4,1%	5,6%
Déc. 03	2,2	1,8	2,1	3,9	1,1	1,9	4,1%	5,6%
Janv. 04	2,0	1,6	2,0	3,6	1,0	1,8	4,5%	6,0%

* Les données concernant l'emploi de novembre à janvier sont des estimations.

Source : IGSS, STATEC, calculs BCL

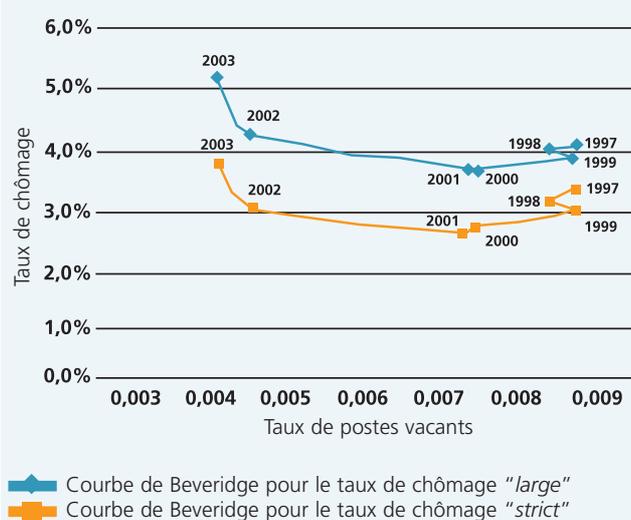
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Les non-résidents dont le nombre total s'élève à 106 837 personnes en 2003 (après 102 952 personnes en 2002) continuent d'occuper la grande majorité des nouveaux emplois créés. Leur poids dans les nouveaux emplois n'a cessé de croître graduellement tout au long de l'année 2003, de sorte qu'ils représentent 67,3% des nouveaux emplois et 36,7% de l'emploi total intérieur en 2003 (après respectivement 64,6% et 36,0% l'année précédente). Les frontaliers en provenance de France restent de loin le contingent le plus important (ils représentent 52,7% de l'ensemble des travailleurs frontaliers), loin devant ceux de Belgique (27,4%) et d'Allemagne (19,9%).

La contrepartie de cette évolution est forcément le recul de la part des résidents dans les créations d'emplois. L'emploi national s'élève désormais à 192 990 personnes en 2003 augmentant de 1,0% par rapport à l'année précédente (après 191 103 personnes soit une progression annuelle de 1,7% en 2002). A noter une baisse de la part des résidents luxembourgeois dans l'emploi salarié total qui passe de 34,8% en 2002 à 34,1% en 2003. Ceci met donc en lumière une meilleure résistance de l'emploi frontalier dans un contexte de conjoncture morose, car la progression de l'emploi frontalier (en termes relatifs) se maintient à 65,1% environ de celle observée en 2002, tandis que la croissance de l'emploi national n'atteint plus que 59,0% de sa dynamique de l'année passée. Une explication de ce phénomène pourrait résulter d'une inadéquation entre l'offre et la demande de travail nationale en termes de qualifications. En effet, l'examen de la dynamique de la courbe de Beveridge (voir le graphique joint) pour le Luxembourg permet de distinguer une poursuite de la trajectoire observée depuis 2002, à savoir la persistance et le renforcement d'un choc agrégé, c'est à dire conjoncturel. En témoigne une dégradation de l'appariement entre l'offre et la demande de travail national (représentées respectivement par le taux de chômage et le taux d'emplois vacants). De fait, malgré la forte poussée du taux de chômage et donc de l'offre de travail disponible, le taux d'emplois vacants est resté quasi stable ne s'ajustant donc pas à la baisse dans les mêmes proportions. Au regard des ratios entre les demandes d'emplois non-satisfaites et les offres d'emplois non-satisfaites selon les différents secteurs, force est de constater que l'inadéquation entre offre et demande de travail s'est détériorée dans tous les secteurs/métiers, exception faite pour les "Agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés" et pour les "Travailleurs des transports".

Les secteurs/métiers les plus affectés par une surabondance de main-d'œuvre disponible par rapport aux postes offerts¹⁰ sont ceux des "Autres services", des "Artisans, ouvriers (précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois et bâtiment)", des "Employés de bureau" et des "Directeurs et cadres administratifs supérieurs".

GRAPHIQUE 33 : LA "COURBE DE BEVERIDGE" CALCULÉE POUR LE TAUX DE CHÔMAGE "STRICT" ET LE TAUX DE CHÔMAGE "LARGE"



Source : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL

¹⁰ Au regard des ratios, les "travailleurs des communications" ont aussi été touchés par une surabondance de main d'œuvre par rapport au(x) poste(s) offert(s), mais ils ne sont pas cités en tant qu'exemple car seulement deux personnes sont inscrites dans cette catégorie et aucune d'entre elle ne s'est vue offrir un poste tout au long de la période sous revue.

TABLEAU 17 : RATIOS ENTRE LES DENS ET LES OENS¹

Nomenclature ADEM	Secteur / métier	1998	1999	2000	2001	2002	2003
A	Professions libérales, techniciens et assimilés	1,4	1,2	1,5	2,4	4,1	5,6
B	Directeurs et cadres administratifs supérieurs	2,5	3,7	4,7	8,1	11,5	17,9
C	Employés de bureau	1,5	2,2	1,7	2,6	6,1	9,7
D	Vendeurs	9,4	9,9	9,0	9,1	15,9	23,9
E	Agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés	9,3	6,7	6,9	10,2	11,8	7,2
F	Travailleurs des transports	7,1	1,9	6,3	3,3	11,1	7,6
G	Travailleurs des communications	13,5	14,5	22,0	12,5	5,6	23,0
H	Artisans, ouvriers (précision, horlogerie, mécanique, électricité, bois et bâtiment)	3,4	2,2	2,7	3,1	3,8	6,5
I	Artisans, ouvriers (alimentaire, chimie, production, machinistes)	10,5	9,8	8,6	4,6	5,9	7,6
J	Hôtellerie, restauration	9,4	6,2	7,8	7,5	6,5	8,0
K	Autres services	16,5	10,2	5,8	2,2	6,8	15,7
A à K	Ensemble de l'économie	3,8	3,6	3,6	3,6	6,2	9,0

¹ DENS : Demandes d'emploi non satisfaites. - OENS : Offres d'emploi non satisfaites.

Source : ADEM, calculs BCL

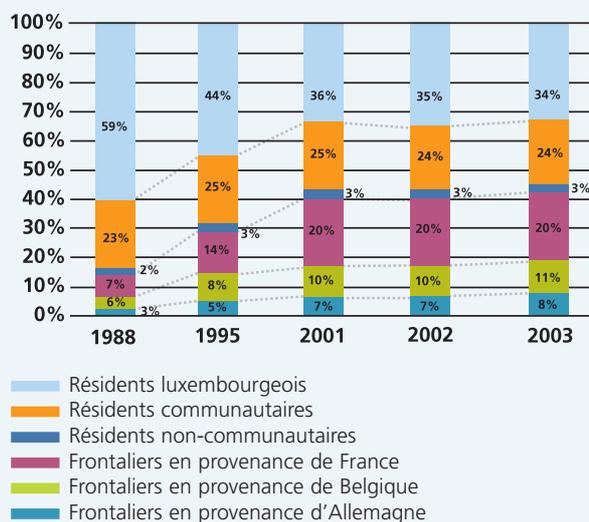
L'emploi salarié et l'emploi indépendant ont oscillé autour d'un rythme de croissance annuelle de respectivement 2,0% et 1,6% tout au long de l'année 2003, atteignant un niveau de respectivement 274 232 salariés et 17 220 travailleurs indépendants en 2003 (après 268 764 salariés et 16 915 travailleurs indépendants en moyenne en 2002). Plus précisément, la répartition sectorielle de l'emploi salarié, qui représente 94,1% de l'emploi total en 2003, révèle des différences sectorielles selon la nationalité et le lieu de résidence des salariés. Environ 45% des résidents de nationalité luxembourgeoise occupent un poste dans les "Autres services". Ceci s'explique notamment par le fait que les services publics privilégient la langue nationale. Les résidents étrangers sont quant à eux, majoritairement occupés dans les secteurs suivants : "Commerce, restauration et hébergement, réparations" (pour 21% d'entre eux), "Autres services" (18%) et "Construction" (17%).

Les perspectives d'évolution des principaux agrégats de l'emploi risquent de ne pas s'améliorer à court terme : de fait, d'une part, les deux secteurs qui ont été les moteurs de la croissance de l'emploi avant le ralentissement de la conjoncture, à savoir l'"Industrie et manufacture" et l'"Intermédiation financière" ont perdu des emplois tout au long des dix premiers mois¹¹ de 2003. D'autre part, le secteur regroupant les "administrations publiques", la "santé" et l'"éducation" a continué à créer des emplois au cours de la période sous revue. Cependant, ce dernier regroupement de secteurs risque de ne plus contribuer dans la même mesure à la croissance de l'emploi au cours des mois à venir eu égard à la décision du Gouvernement luxembourgeois de procéder à un arrêt temporaire des recrutements relevant du budget du gouvernement central en 2004 (sauf dans la police et l'enseignement). Ainsi, l'année 2004 pourrait être le théâtre d'une stabilisation des créations d'emplois et, partant, d'un assombrissement de la situation sur le front du chômage.

¹¹ Les chiffres définitifs concernant la décomposition sectorielle de l'emploi sont disponibles pour l'heure uniquement pour les 10 premiers mois de 2003.

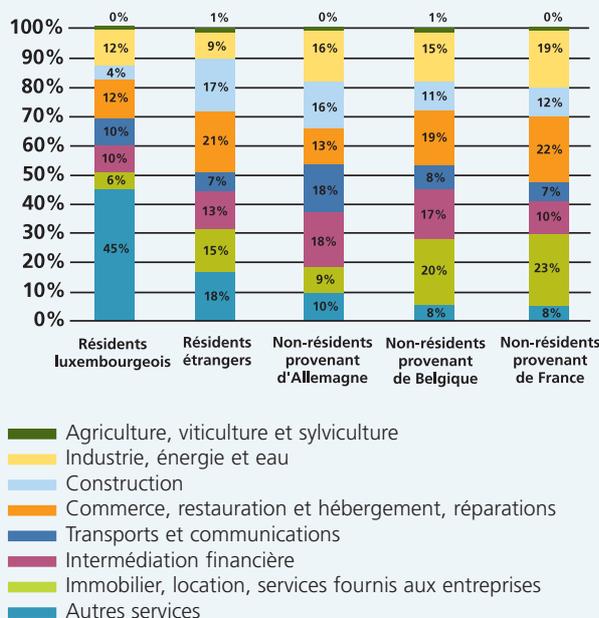
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 34 : COMPOSITION DE L'EMPLOI SALARIÉ INTÉRIEUR SELON LE LIEU DE RÉSIDENCE ET LA NATIONALITÉ DU SALARIÉ



Source : IGSS

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



Source : IGSS

1.2.6.2 Le chômage

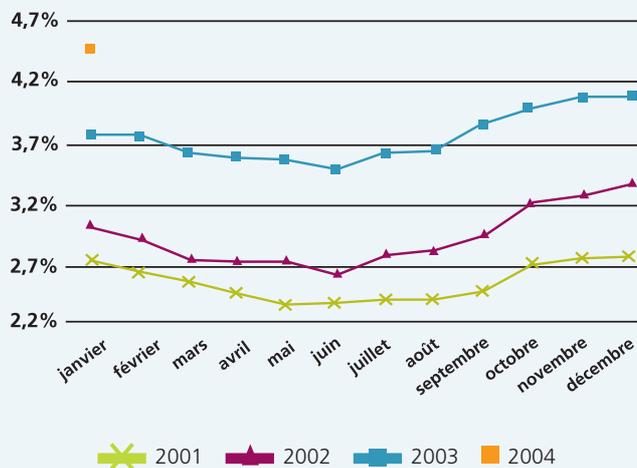
Le recul graduel de la conjoncture qui perdure depuis la seconde moitié de 2001 a débouché sur une poursuite de l'augmentation du taux de chômage en 2003. Le taux de chômage au sens "strict" s'est établi à 3,8% soit 7 587 personnes en 2003, après 3,0% ou 5 823 personnes l'année précédente.

En 2003 comme en 2002, les hommes ont représenté en moyenne 54,4% des personnes au chômage. La ventilation du nombre de chômeurs par tranche d'âge révèle que près d'un tiers d'entre eux sont âgés de 31 à 40 ans, ce qui constitue le contingent le plus important. Les personnes de 26 à 30 ans ont quant à elles été la catégorie de chômeurs qui a vu ses effectifs le plus augmenter au cours de 2003. Sur le front de la durée du chômage, on observe que la catégorie de personnes inscrites à l'ADEM depuis plus de 12 mois est demeurée en 2003 la plus importante (plus d'un cinquième de l'ensemble des inscrits se trouve dans cette catégorie).

A noter que la hausse annuelle très significative de la part des chômeurs répertoriés pour une durée comprise entre 3 et 12 mois tout au long de l'année 2003 témoigne d'un allongement de la durée moyenne du chômage. Ceci met en lumière l'émergence d'une certaine "persistance" qui si elle se prolonge, risque de réduire l'"employabilité" des personnes concernées et de déboucher ainsi sur le renforcement du phénomène bien connu d'hystérésis.

Le taux de chômage au sens "large", qui comprend les personnes qui bénéficient d'une mesure pour l'emploi, a atteint 5,2% en moyenne en 2003 après 4,3% en 2001, (soit 10 518 personnes en 2003, après 8 408 en 2002). L'augmentation de ce taux de chômage s'explique à la fois par l'escalade du taux de chômage au sens "strict" et par la hausse du nombre de personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi, dont le nombre est passé de 2 585 en 2002 à 2 931 en 2003, soit une augmentation annuelle de 13,4%, en moyenne, en 2003.

**GRAPHIQUE 36 : TAUX DE CHÔMAGE AU SENS "STRICT"
(EN POURCENTAGE DE LA POPULATION ACTIVE)**



Source : IGSS, STATEC

Évolution des coûts salariaux

Selon les données définitives fournies par l'IGSS, la progression annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est accélérée au cours du troisième trimestre 2003 pour atteindre 3,1%, mettant ainsi un terme au mouvement de décélération graduelle entamé depuis le dernier trimestre de 2002. Les données pour le mois d'octobre (4,1% en glissement annuel) confirment cette escalade observée au cours du trimestre précédent. Cette hausse de la croissance annuelle du coût salarial s'explique à la fois par l'entrée en vigueur, le 1^{er} août 2003, d'une nouvelle cote d'application de l'échelle mobile des salaires et par une contribution notable des "autres composantes". La croissance annuelle du coût salarial affiche un profil différencié selon les secteurs au cours des trois premiers trimestres de 2003, ce qui s'explique par deux facteurs. D'une part, le versement de primes et de gratifications est plus coutumier dans certains secteurs. D'autre part, une relative décentralisation de la négociation des accords salariaux prévaut au Luxembourg.

En effet, les principaux accords salariaux sont négociés soit au niveau d'un secteur ou d'une branche, soit directement au sein de chaque entreprise, ce qui implique la signature d'accords n'octroyant ni des hausses salariales uniformes d'un secteur à l'autre, ni la même date d'entrée en vigueur de l'accord salarial, ce qui contribue à accentuer les différences sectorielles concernant l'évolution de leurs coûts salariaux. Les secteurs qui ont enregistré les hausses annuelles de leurs coûts salariaux les plus importantes sont les suivants : "Immobilier, location, services fournis aux entreprises" (3,9% en glissement annuel sur les dix premiers mois), "Autres services" (3,7% sur les dix premiers mois), "Transports et communications" (3,5% sur les dix premiers mois). A contrario, les secteurs où les coûts salariaux ont baissé sont ceux de l'"Intermédiation financière" (-1,8% sur les dix premiers mois), et de l'"Industrie" (-0,9% sur les dix premiers mois).

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 18 : DÉCOMPOSITION DE LA CROISSANCE DU COÛT SALARIAL MOYEN PAR MOIS ET PAR PERSONNE

Années	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
1996	0,8	1,0	1,8
1997	2,3	0,6	2,9
1998	0,2	1,6	1,8
1999	1,0	1,9	3,0
2000	2,7	1,7	4,4
2001	3,1	2,3	5,5
2002	2,1	1,0	3,1
2003 (Estimation)	2,1	0,6	2,7

Trimestres	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
2002 T1	2,5	1,2	3,7
2002 T2	0,8	0,9	1,7
2002 T3	2,5	0,8	3,3
2002 T4	2,5	1,0	3,5
2003 T1	2,5	0,5	3,0
2003 T2	1,7	1,0	2,6
2003 T3	1,7	1,4	3,1

Mois	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
200307	0,0	1,8	1,8
200308	2,5	0,4	2,9
200309	2,5	2,0	4,5
200310	2,5	1,6	4,1

Source : IGSS et projections BCL pour 2003

1.2.7 Le commerce extérieur

Après avoir déjà subi une contraction d'environ 3% en 2002, les échanges extérieurs de biens ont poursuivi leur baisse, à un rythme toutefois moindre, au cours de l'année 2003. Les exportations et les importations de biens ont subi une légère réduction, respectivement de 0,8% et de 1,8% en valeur. Comparé à l'année 2002, le déficit du commerce extérieur s'est contracté de 4,7%, à près de 3 milliards d'euros sur toute l'année 2003.

Cette réduction du déficit du commerce extérieur s'explique donc par la baisse plus importante des importations par rapport aux exportations.

La modeste réduction des exportations masque néanmoins des variations fort contrastées pour certaines catégories de produits et pour certaines destinations. Sur toute l'année 2003, les exportations de matériel de transport, de produits chimiques et produits connexes, de boissons et tabac ainsi que les livraisons de produits alimentaires ont enregistré une progression notable.

En revanche, les livraisons de machines et équipements ont fortement chuté sous l'effet du recul du commerce import-export de téléphones mobiles, tandis que les ventes du secteur sidérurgique et manufacturier sont en légère baisse en raison notamment de la faiblesse de la demande mondiale.

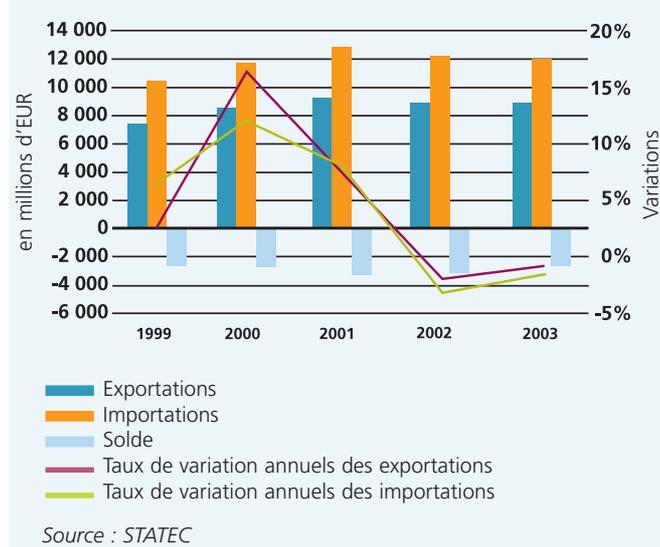
En ce qui concerne les principaux marchés, les évolutions sont également fort contrastées. Les exportations à destination des pays membres de la zone euro ont stagné, à 6,8 milliards d'euros, soit 76% de la valeur totale des exportations en 2003 (9 milliards d'euros). En revanche, avec une part de marché de 4,5% sur l'ensemble des exportations du Luxembourg en 2003, les livraisons de biens vers l'Asie¹² ont fortement progressé (+42,5%), dépassant la valeur des ventes vers le continent américain qui ont nettement fléchi (-22,8%). Dans ce contexte, les inquiétudes face à l'impact de l'appréciation de l'euro sur les exportations du Luxembourg devraient être modérées étant donné que l'essentiel des livraisons à l'étranger sont faites à destination des pays membres de la zone euro. La chute de 23,8% des exportations vers les Etats-Unis s'explique par deux facteurs : l'impact de l'appréciation de l'euro face au dollar américain d'une part et les obstacles commerciaux imposés par l'administration américaine dans le secteur de l'acier d'autre part. Toutefois, les exportations vers d'autres pays de la "zone dollar" dont les pays émergents d'Asie, qui, pour la plupart, ont lié leurs monnaies au dollar américain, sont en forte hausse. Ce constat permet de conclure que l'appréciation de l'euro n'a eu, au cours de l'année 2003, que des effets limités sur les exportations de marchandises du Luxembourg.

La réduction de 1,8% enregistrée par les importations est attribuée exclusivement à deux catégories de biens, à savoir les machines et équipements ainsi que le matériel de transport dont le niveau particulièrement élevé pour l'année 2002 s'expliquait notamment par l'acquisition d'un satellite et d'un aéronef.

Les fournitures de biens en provenance de la zone euro se sont stabilisées à près de 10,5 milliards d'euros, soit 87% de la valeur totale des importations de biens sur toute l'année 2003 (12 milliards d'euros). Les livraisons en provenance d'Amérique (Etats-Unis essentiellement) se sont sensiblement contractées, en l'absence d'acquisition de nouveaux biens d'équipement (satellite et aéronef) par le secteur aérien et spatial résident. En revanche, les importations en provenance des pays d'Asie et des pays d'Europe de l'Est ont fortement augmenté.

¹² A l'exception des exportations vers le Japon qui accusent une baisse de 5,4%.
¹³ Il convient de noter l'existence de différences d'ordre méthodologique entre la balance de marchandises et le solde du commerce extérieur commenté dans la section précédente.

GRAPHIQUE 37 : COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG



1.2.8 La balance des paiements

1.2.8.1 Compte courant

En 2003, le compte courant s'est soldé par un excédent de 2,2 milliards d'euros, soit une baisse de 16% par rapport à celui de l'année 2002. A l'exception du solde des services, tous les autres soldes partiels de la balance courante se sont détériorés durant l'année 2003, comparés à leurs niveaux de 2002. Le déficit de la balance de marchandises s'est ainsi accru de 2,2% pour atteindre 2,2 milliards d'euros. Cette détérioration de la balance de biens¹³ s'explique par le fait que les exportations de marchandises (-3%) ont davantage baissé que les importations (-2%).

Sur toute l'année 2003, l'excédent des services s'est, quant à lui, légèrement redressé de 1,4% par rapport à l'année précédente. Cette légère progression résulte des services d'informatique et d'information, des services d'assurance ainsi que des services de transport et des voyages. Les autres grandes catégories de services, dont les services financiers et les services de communication, ont enregistré une baisse plus ou moins sensible selon le cas. Ainsi, les recettes nettes des services financiers, qui apportent traditionnellement une contribution substantielle à l'excédent courant, ont reculé de 2,1% au cours de l'année 2003, même si le rythme de cette baisse s'est ralenti comparé au creux de 4,6% enregistré en 2002.

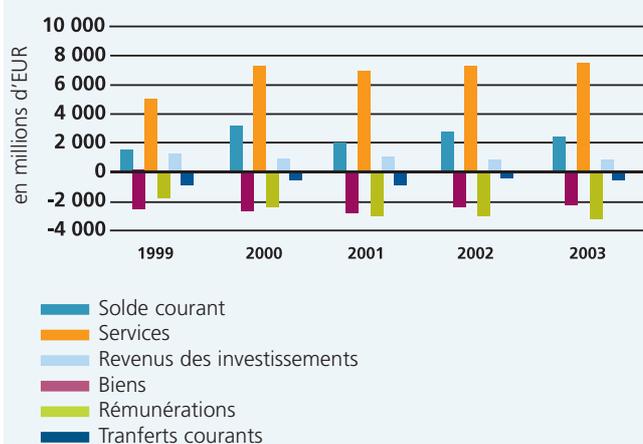
1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Depuis le début du deuxième semestre 2003, les services financiers connaissent d'ailleurs une constante amélioration à la faveur du redressement des marchés financiers internationaux.

Les revenus du travail et du capital se sont soldés par un déficit en hausse de 10% sur toute l'année 2003. Cette accentuation du déficit des revenus s'explique par deux facteurs. D'une part, la rémunération nette versée aux salariés frontaliers a augmenté de 6,5% par rapport à l'année 2002, pour s'établir à 3,3 milliards d'euros sur toute l'année 2003. D'autre part, l'excédent des revenus d'investissements a subi une contraction de 5,8% sous l'effet, entre autres, du recul de la marge d'intermédiation financière.

Enfin, les transferts courants ont enregistré un déficit de 489 millions d'euros sur toute l'année 2003, soit presque le double du déficit de l'année 2002. Toutefois, le déficit des transferts courants avait atteint un niveau particulièrement bas en 2002 en raison des indemnités exceptionnelles versées par des compagnies d'assurance non-résidentes en compensation d'un satellite accidenté en novembre 2002¹⁴.

GRAPHIQUE 38 : ÉVOLUTION DES SOLDES DU COMPTE COURANT



Source : BCL, STATEC

1.2.8.2 Compte financier

Les flux d'opérations financières se sont fortement contractés au cours de l'année 2003 comparés aux données révisées de l'année 2002¹⁵. Les sorties nettes de capitaux se sont ainsi établies à 1,2 milliards d'euros sur toute l'année 2003 contre 1,8 milliards d'euros l'année précédente.

Les flux d'investissements directs¹⁶ se sont soldés par des sorties nettes de 7,6 milliards d'euros en 2003 contre 9,7 milliards d'euros au cours de l'année 2002. Les flux bruts d'investissements directs à l'étranger et au Luxembourg ont enregistré une importante chute durant l'année 2003. Soulignons que l'année 2002 était une année exceptionnelle pour les investissements directs du Luxembourg en raison de quelques opérations exceptionnelles dont notamment la constitution du groupe Arcelor par la fusion d'Arbed, Usinor et Aceralia. Comparé au sommet de 134 milliards d'euros en 2002, les investissements directs à l'étranger ont baissé de façon significative, pour atteindre 72,4 milliards d'euros sur toute l'année 2003. Les flux d'investissements directs au Luxembourg ont totalisé 64,8 milliards sur toute l'année 2003 contre 124 milliards d'euros en 2002. Tout comme pour l'année 2002, les investissements directs de l'année 2003 ont pris la forme, à plus de 80%, de prises de participations impliquant des sociétés *holdings* résidentes. En dehors des opérations en capital de sociétés *holdings*, les flux d'investissement direct ont porté essentiellement sur les prêts intra-groupes.

En ce qui concerne les investissements de portefeuille, deux phénomènes méritent d'être soulignés. Du côté des engagements, l'attitude des non-résidents à l'égard de leurs placements en titres luxembourgeois ne s'est pas modifiée par rapport à l'année 2002. En effet, les achats de titres luxembourgeois par des non-résidents ont totalisé 73,9 milliards d'euros en 2003 contre 70,4 milliards l'année précédente. Tant pour l'année 2003 que pour 2002, l'essentiel de ces entrées de fonds proviennent des émissions de parts d'OPC et de titres de créance.

En revanche, du côté des avoirs, entre 2002 et 2003, les résidents luxembourgeois ont modifié l'allocation de leur portefeuille de titres étrangers suite à l'embellie des marchés financiers internationaux. En effet, contrairement à l'année 2002 où les résidents avaient délaissé les placements en actions étrangères, au cours de l'année 2003, la reprise des marchés boursiers internationaux a permis aux résidents de renouer avec les investissements en titres étrangers, ce qui s'est traduit par d'importantes sorties de fonds chiffrées à 69,5 milliards dont 30,4 milliards pour les actions et le reste pour les obligations et les instruments du marché monétaire.

Au total, pour l'ensemble des investissements de portefeuille, les entrées nettes de fonds ne s'établissent plus qu'à 4,4 milliards d'euros sur toute l'année 2003 contre 77,5 milliards d'euros en 2002.

¹⁴ Ces indemnités avaient été enregistrées initialement dans la balance des paiements du premier trimestre 2003, lors du règlement de la transaction. Par la suite, elles ont été allouées à l'année 2002 étant donné que la transaction se rapportait à cette période.

¹⁵ Les données de l'année 2002 ont subi d'importantes révisions sur le poste "investissements directs". Ces révisions ont été motivées par les recommandations internationales et ont consisté à reclasser vers les "autres investissements" les prêts des sociétés financières non-bancaires engagées principalement dans les activités de financement intra-groupe. Ce reclassement a comme conséquence de réduire les flux d'"investissements directs" tout en augmentant dans les mêmes proportions les flux d'"autres investissements".

¹⁶ Y compris les bénéfices réinvestis.

Durant l'année 2003, les opérations sur "produits financiers dérivés", se sont soldées par d'importantes entrées nettes (+ 5,7 milliards d'euros) qui, combinées aux entrées nettes d'investissements de portefeuille ci-dessus (+4,4 milliards d'euros) ont permis de compenser quasiment les sorties nettes sus-mentionnées d'investissements directs et d'autres investissements (-11,3 milliards d'euros).

Les flux d'"autres investissements" ont enregistré des sorties nettes de capitaux de 3,6 milliards d'euros sur toute l'année 2003. Du côté des créances, les sorties nettes de 18,9 milliards, s'expliquent essentiellement par des crédits et dépôts à l'étranger effectués par les résidents du secteur non-bancaire. Du côté des engagements, des entrées nettes de 15 milliards ont été enregistrées sur toute l'année 2003. Ces entrées proviennent essentiellement des dépôts de la clientèle non-résidente auprès d'institutions financières monétaires résidentes.

Enfin, au cours de l'année 2003, les avoirs de réserve de la BCL ont augmenté de près de 92 millions d'euros, après avoir connu une hausse de 36 millions d'euros en 2002.

TABEAU 19 : PRINCIPAUX SOLDES DU COMPTE FINANCIER

En millions de EUR	2002	2003 ⁽¹⁾
Solde du compte financier ⁽²⁾	-1 759	-1 187
1. Investissements directs	-9 703	-7 631
1.2 À l'étranger	-134 004	-72 420
1.3 Au Luxembourg	124 301	64 789
2. Investissements de portefeuille	77 489	4 413
2.1 Avoirs	7 027	-69 480
2.2 Engagements	70 462	73 893
3. Produits financiers dérivés	-79	5 749
4. Autres investissements	-69 430	-3 627
4.1 Avoirs	-48 354	-18 868
4.2 Engagements	-21 076	15 242
5. Avoirs de réserve ⁽³⁾	-36	-92
6. Erreurs et omissions	-671	-835

Notes :

⁽¹⁾ Chiffres provisoires pour l'année 2003.

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

⁽³⁾ Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une augmentation, un signe positif une diminution.

Source : BCL, STATEC

1.2.9 La position extérieure globale du Luxembourg

Après avoir débuté en 2002, en collaboration avec le STATEC, la production d'une balance des paiements complète du Luxembourg, la BCL a entrepris, au cours de l'année 2003, la compilation des statistiques de la position extérieure globale (PEG) du Luxembourg. La balance des paiements et la PEG constituent ensemble les comptes extérieurs d'une économie. La PEG est un relevé statistique qui recense, à une date donnée, les encours d'avoirs et d'engagements financiers des résidents d'une économie à l'égard des non-résidents. La balance des paiements, quant à elle, recense les flux économiques entre les résidents et les non-résidents. Outre leur intérêt pour la politique économique et monétaire, les comptes extérieurs servent à mesurer le degré d'intégration d'un pays au sein de l'économie mondiale, tout en fournissant des indications pour l'analyse de la stabilité financière de ce pays.

L'analyse détaillée de la PEG du Luxembourg, à fin 2002, avait été publiée dans le bulletin BCL 2003/3. Au 31 décembre 2002, les avoirs financiers extérieurs du Luxembourg ont été estimés à 1 894 milliards d'euros alors qu'à cette même date, les engagements financiers envers les non-résidents ont été évalués à 1 872 milliards d'euros. La position extérieure nette, c'est-à-dire la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs, s'est chiffrée à 21,5 milliards d'euros. Les résultats pour les différentes composantes d'avoirs et engagements financiers du Luxembourg à l'égard du reste du monde sont repris au tableau suivant :

TABEAU 20 : LA POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE DU LUXEMBOURG À FIN 2002

En millions de EUR	Créances	Engagements	Position nette
Position extérieure globale	1 894 085	1 872 598	21 487
1. Investissements directs	525 678	511 071	14 607
2. Investissements de portefeuille	880 518	933 593	-53 075
3. Produits dérivés	7 407	126	7 281
4. Autres investissements	480 311	427 808	52 503
5. Avoirs de réserve	171		171

Source : BCL

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.9.1 Les stocks d'investissements directs

En ce qui concerne la première composante de la PEG, à savoir les investissements directs, le Luxembourg affiche une position nette créditrice évaluée à 14,6 milliards d'euros. L'encours d'investissements directs réalisés par les entreprises luxembourgeoises à l'étranger est estimé à 525,7 milliards d'euros. La part des participations au capital social représente 77% de cet encours. Le stock d'investissements directs étrangers au Luxembourg est estimé à 511 milliards d'euros dont 86% des participations au capital social des entreprises résidentes. Il apparaît donc que la position nette créditrice du Luxembourg résulte surtout de l'encours des prêts intra-groupes.

En termes de répartition sectorielle, les montants d'investissements directs ci-dessus sont constitués, pour près de 90%, d'encours des véhicules financiers spéciaux (sociétés *holdings* et SOPARFI essentiellement). Si on exclut ces sociétés, le secteur bancaire reste prédominant pour les investissements directs venant de l'étranger. En revanche, les investissements luxembourgeois à l'étranger se concentrent dans les secteurs non bancaires.

1.2.9.2 Les encours d'investissements de portefeuille

Concernant les investissements de portefeuille, les avoirs du Luxembourg, sous forme de détention de titres étrangers, ont été évalués à 880 milliards d'euros à fin 2002. En comparaison avec les stocks de titres déclarés par les autres pays dans le cadre de l'enquête internationale du FMI sur les avoirs extérieurs en titres¹⁷, le Luxembourg occupe, avec 6,7% de l'encours total, le quatrième rang mondial, derrière les Etats-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. Le portefeuille de titres détenus par tous les pays participant à l'enquête du FMI a été évalué à 13 700 milliards de USD à fin 2002. La structure du portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents luxembourgeois se compose ainsi de 57% d'obligations et titres assimilés, de 10% d'instruments du marché monétaire et de 33% d'actions et parts d'OPC.

Fin 2002, l'encours de titres luxembourgeois détenus par les non-résidents est estimé à 933 milliards d'euros, dont 87% représentent les titres de participation (parts d'OPC essentiellement), le reste étant des titres de dette émis majoritairement par les établissements de crédit. Sur base d'informations déclarées par les pays détenteurs des titres luxembourgeois, dans le cadre de l'enquête du FMI, le Luxembourg occupe le septième rang mondial des pays émetteurs, derrière les Etats-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, et l'Italie.

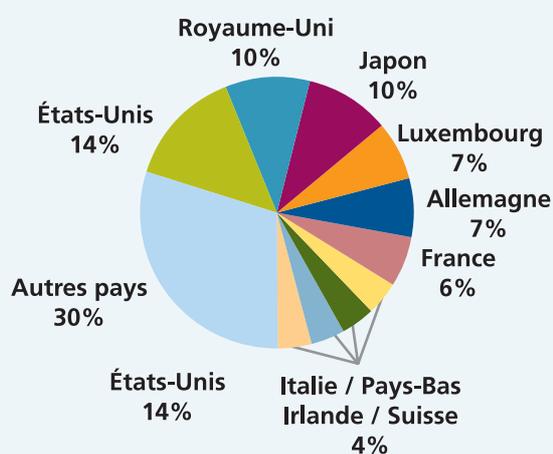
TABLEAU 21 : STOCKS D'INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE TRANSFRONTALIERS PAR PAYS CRÉANCIER

En milliards de USD	Titres de participation	Titres de créance long terme	Titres de créance court terme	Total	Parts dans le total du portefeuille
1 Etats-Unis	1 301	478	155	1 934	14,1%
2 Royaume-Uni	538	780	77	1 395	10,2%
3 Japon	211	1 136	48	1 395	10,2%
4 Luxembourg	305	526	92	923	6,7%
5 Allemagne	331	554	14	899	6,5%
6 France	197	614	70	881	6,4%
7 Italie	247	339	9	596	4,3%
8 Pays-Bas	217	343	9	570	4,2%
9 Irlande	150	245	171	565	4,1%
10 Suisse	218	283	22	523	3,8%
11 Autres	1 001	2 435	613	4 049	29,5%
Valeur totale du portefeuille	4 717	7 733	1 280	13 731	

Source : FMI, calculs BCL

¹⁷ Enquête coordonnée sur les investissements transfrontaliers de portefeuille, édition 2002.

GRAPHIQUE 39 : RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE DE TITRES ÉTRANGERS PAR PAYS DÉTENTEUR



Source : FMI

1.2.9.3 Les stocks d'autres investissements

La rubrique "autres investissements" regroupe notamment les encours de crédits commerciaux, prêts et dépôts ainsi que divers produits à recevoir ou charges à payer. Pour l'ensemble de cette rubrique, la position nette du Luxembourg était positive (+52,5 milliards d'euros) au 31 décembre 2002.

1.2.10 Les finances publiques

1.2.10.1 L'orientation fondamentale de la politique budgétaire

Le budget 2004 a été adopté par la Chambre des Députés en décembre 2003. Il se caractérise par une nette décélération de la progression des recettes, qui se limiterait à 0,7% par rapport au budget voté de 2003 sous l'effet d'une diminution des recettes courantes. Les dépenses ne s'accroîtraient cependant que de 2%, de sorte que le déficit serait en définitive contenu à 84 millions d'euros, soit à 0,35% du PIB.

TABLEAU 22 : APERÇU DU BUDGET 2004 DE L'ÉTAT CENTRAL (EN MILLIONS D'EUROS, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Budget définitif 2003	Budget 2004 voté	Progression en termes nominaux
Recettes	6 349,7	6 392,6	+0,7%
Recettes courantes	6 305,3	6 242,7	-1,0%
Recettes en capital	44,4	149,8	+237,4%
Dépenses	6 349,3	6 476,7	+2,0%
Dépenses courantes	5 521,5	5 809,7	+5,2%
Dépenses en capital	827,9	667,0	-19,4%
Solde	0,4	-84,2	--
dont solde courant	783,8	433,0	--
dont solde en capital	-783,4	-517,2	--

Source : Loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'État pour l'exercice 2004.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

Ces chiffres ne se réfèrent cependant qu'à une acception assez restreinte de la notion d'État central, qui fait abstraction des dépenses effectives des fonds spéciaux. Or ces transactions devraient représenter plus de 25%¹⁸ des dépenses totales de l'État central et 64%¹⁹ de ses dépenses d'investissement en 2004, ce qui illustre la nécessité d'opérer une consolidation de l'État central au sens strict et des fonds. Par ailleurs, le solde budgétaire susmentionné a été affecté par deux opérations non récurrentes, à savoir la vente de biens immobiliers, à concurrence de 67 millions d'euros, et la vente de participations de l'État à la SNCI, pour un montant de 30 millions d'euros.

Une alternative à la présentation budgétaire traditionnelle a été privilégiée par la BCL. Elle comporte deux aménagements, qui visent à assurer une meilleure correspondance entre les données budgétaires et le système européen de comptes SEC 95. Pour rappel, ce dernier sert de référence dans le cadre de la surveillance multilatérale des situations budgétaires au niveau européen. Le premier ajustement revient à consolider l'État central au sens strict et les opérations des fonds. En pratique, il consiste à remplacer les dotations aux fonds inscrites au budget de l'État par les dépenses programmées des fonds, et à ajouter aux recettes de l'État les recettes propres des fonds. Le second ajustement revient à extraire la vente de participations des recettes de l'État, conformément au système SEC 95. Cette présentation du budget de l'État donne lieu à un déficit égal à 3,4% du PIB en 2004, qui est cependant ramené à 2,8%²⁰ sous l'hypothèse, adoptée par la BCL, d'une mise en œuvre du programme de dépenses des fonds spéciaux limitée à 90% des montants inscrits à l'annexe du projet de budget 2004. Ce déficit élevé est principalement dû à un déphasage entre d'une part, les dotations de l'État central aux fonds et d'autre part, les dépenses programmées des fonds, qui seraient nettement plus élevées. Il convient de noter que le déficit de 2,8% ne constitue pas le solde auquel il est fait référence pour vérifier la conformité de la politique budgétaire au critère de référence de 3% de déficit, tel qu'il est régi par le protocole n°11 du Traité établissant la Communauté européenne. Ce critère ne se réfère en effet pas au seul État central défini dans son acception large, puisqu'il se rapporte également à la sécurité sociale - qui présente toujours d'importants excédents - et aux communes. Les comptes SEC 95 relatifs à l'ensemble des administrations publiques sont examinés ci-dessous.

1.2.10.2 Les recettes

Après une longue période de stabilité, le ratio des recettes des administrations publiques au PIB a progressé de façon significative en 2002. Cette tendance s'est encore affirmée en 2003, le ratio s'établissant à quelque 47,5% du PIB en dépit d'une sensible décélération de la croissance nominale des recettes. Les impôts indirects ont quelque peu contribué à cette évolution. Une composante essentielle de la base imposable de ces impôts, à savoir la consommation privée, a connu une progression plus soutenue que celle du PIB en 2002 et en 2003. Les impôts indirects ont également été confortés par l'installation d'AOL et d'Amazon au Luxembourg en 2003. Ces deux éléments ont plus que compensé le recul du produit de la taxe d'abonnement.

Les cotisations sociales ont quant à elles continué à progresser à un rythme nettement plus élevé que celui du PIB en 2003, à la faveur d'une hausse toujours soutenue de l'emploi et d'un accroissement appréciable de la rémunération moyenne. Enfin, les recettes engrangées au titre des impôts directs sont restées à un niveau élevé en 2003. Elles se sont en effet élevées à 16,0% du PIB, malgré la mise en œuvre d'un considérable allègement de l'imposition des particuliers et des collectivités en 2001 et en 2002. Cette évolution surprenante s'explique par les importants retards dans la collecte des impôts directs dont sont redevables les sociétés, ces délais ayant contribué à amortir l'impact de la réforme fiscale sur les finances publiques. De surcroît, la collecte des soldes de l'impôt sur les revenus des collectivités imputables aux exercices fiscaux antérieurs a été exceptionnellement élevée en 2002 et - en dépit d'une certaine décélération - en 2003.

¹⁸ Dépenses programmées des fonds spéciaux en pourcentage des dépenses totales de l'État central consolidé. Source : Ministère des finances, annexe du projet de budget 2004.

¹⁹ Dépenses d'investissement par le truchement de six fonds, en pourcentage des dépenses d'investissement totales de l'État central. Source : Ministère des finances, projet de budget 2004, page 36.

²⁰ Conformément à la réglementation communautaire.

TABLEAU 23 : RECETTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données STATEC mars 2004						Programme de stabilité			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2003	2004	2005	2006
Recettes courantes	45,6	45,3	45,2	45,6	47,1	47,3	46,9	45,5	44,7	44,7
Dont impôts directs	16,4	15,7	15,5	15,6	16,3	16,0	30,0	28,7	27,9	28,0
Dont impôts indirects	13,5	14,2	14,7	14,1	14,2	14,4				
Dont cotisations sociales	11,2	11,4	11,2	12,0	12,4	13,0	12,8	12,7	12,8	12,6
Recettes en capital	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Recettes totales	45,7	45,5	45,3	45,8	47,3	47,5	47,1¹	45,7	44,9	44,9
Pour mémoire : croissance nominale des recettes totales (%)	6,2	9,7	13,0	4,5	5,1	3,5	3,8	1,6	4,0	5,8

Source : STATEC, cinquième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2002-2006, calculs BCL

¹ Les données de recettes totales relatives à la période 2003-2006, qui apparaissent aux quatre dernières colonnes du tableau, émanent du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg. La ventilation entre les recettes courantes et les recettes en capital, effectuée au cours de la même période, résulte d'estimations de la BCL.

Le montant des recettes relatives à l'année 2003 diffère quelque peu selon la source considérée. Ces divergences résultent du fait que les données SEC 95 reprises ci-dessus incorporent les transactions avec les institutions de l'Union européenne, ainsi que des dates de diffusion différentes des données (mars 2004 pour les statistiques STATEC, novembre 2003 pour la 5e actualisation du programme).

Le programme de stabilité ne distinguant pas les impôts directs des impôts indirects, seul le montant total de ces impôts est reproduit dans les quatre dernières colonnes du tableau.

Ce dernier facteur est cependant de nature temporaire. Le ratio des impôts directs collectés auprès des sociétés au PIB devrait en effet amorcer une nette décline dès 2004, car les soldes d'impôts attribuables aux années antérieures vont inévitablement s'amenuiser. Par voie de conséquence, les recettes totales des administrations publiques sont appelées à se réduire significativement en 2004 et en 2005, comme l'indique la cinquième actualisation du programme de stabilité luxembourgeois, qui a été remise à la Commission européenne le 28 novembre 2003.

Selon le programme, le ratio des recettes totales au PIB se stabiliserait en 2006. Cette évolution est cependant tributaire d'une nette accélération de la croissance nominale des recettes, qui passerait de 4% en 2005 à quelque 5,8% en 2006. La cinquième actualisation du programme de stabilité repose en effet sur l'hypothèse d'une croissance soutenue du PIB en volume, qui s'établirait à quelque 3,8% en 2006.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.10.3 Les dépenses

TABLEAU 24 : DÉPENSES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB, SAUF MENTION CONTRAIRE)

	Données STATEC mars 2004						Programme de stabilité			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2003	2004	2005	2006
Transferts sociaux	19,9	20,1	18,8	20,2	21,9	23,4	22,1	22,2	22,2	21,8
Investissements publics	4,6	4,4	3,8	4,2	4,8	4,9	4,9	4,5	4,5	4,5
Dépenses de consommation ⁽¹⁾	12,0	11,4	10,8	11,4	12,2	13,2	13,0	13,0	12,8	12,4
Subsides ⁽²⁾	1,9	1,6	1,7	1,7	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	1,7
Autres dépenses	4,1	4,3	4,0	2,0	3,7	4,3	5,8	6,0	6,0	6,0
Dépenses totales	42,5	41,8	39,1	39,5	44,5	47,7	47,7	47,5	47,2	46,4
Pour mémoire : croissance nominale des dépenses (%)	6,1	8,2	6,0	9,8	9,4	10,1	11,0	4,3	5,2	4,0

Source : STATEC, cinquième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2002-2006, calculs BCL

Notes :

⁽¹⁾ Rémunération des salariés et consommation intermédiaire.

⁽²⁾ À l'exclusion des transferts en capital.

Les montants de dépenses relatives à l'année 2003 diffèrent quelque peu selon la source considérée. Ces divergences résultent du fait que les données STATEC reprises ci-dessus incorporent les transactions avec les institutions de l'Union européenne et de dates de diffusion différentes. Enfin, la définition des transferts sociaux considérée dans l'actualisation du programme de stabilité est plus restreinte, ce qui explique l'importance du poste "autres dépenses".

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. Les taux de croissance nominaux ont été expurgés de l'incidence de cette opération, dont le montant équivaut à 1,9% du PIB de 2001.

Si le ratio des recettes au PIB s'est accru depuis 2001, le ratio des dépenses a progressé davantage encore. Après une hausse supérieure à 9% en 2002, la croissance nominale des dépenses totales des administrations publiques (Etat central, pouvoirs locaux, sécurité sociale) a même progressé en 2003 pour atteindre plus de 10%, soit le taux le plus élevé depuis 1991. C'est précisément parce qu'il est difficile d'aligner la croissance des dépenses sur celle du PIB en phase de ralentissement économique qu'il importe de maintenir la hausse des dépenses fermement en deçà de la croissance économique en période de haute conjoncture.

Seul un tel encadrement "renforcé" des dépenses lors de la phase ascendante des cycles économiques permettrait de garantir le respect, sur l'ensemble du cycle, de la ligne de force gouvernementale en vertu de laquelle il convient de "poursuivre une discipline budgétaire qui veillera notamment à ce que la progression des dépenses de l'État ne dépasse pas, à moyen terme, les limites de la croissance économique"²¹. Le respect de cette norme, qui ne s'applique qu'au seul État central, permettrait d'éviter qu'un dérapage durable des dépenses induise la survenance de déficits récurrents ou un accroissement de la pression fiscale.

²¹ Accord de coalition d'août 1999.

La progression très soutenue des dépenses observée depuis 2001 résulte pour l'essentiel de nouvelles mesures discrétionnaires. Ainsi, les transferts sociaux expliquent à eux seuls près de la moitié de l'accroissement enregistré en 2003 du ratio des dépenses au PIB, alors que ces transferts avaient déjà enregistré une hausse très soutenue au cours des deux années précédentes. Cette évolution est principalement imputable aux mesures de relèvement des pensions et des prestations familiales adoptées dans la foulée de la table ronde sur les pensions, à l'adaptation des pensions à la hausse des salaires en 2003, ainsi qu'à une forte hausse spontanée des dépenses de l'assurance maladie-maternité. La montée en puissance de l'assurance dépendance, instaurée en 1998, constitue un autre facteur explicatif de la forte progression des transferts sociaux.

Les dépenses de consommation sont quant à elles passées de 12,2% du PIB en 2002 à 13,2% en 2003. Ce net accroissement résulte principalement d'une hausse des effectifs des employés des administrations publiques - qui a cependant été plus modérée qu'au cours de l'année précédente - et d'un accroissement d'environ 6% des salaires nominaux moyens sous l'effet d'une nouvelle tranche d'indexation, de la progression de 1,6% consécutive à l'accord salarial de 2002 et de la traditionnelle "dérive salariale" imputable, notamment, à l'ancienneté moyenne des salariés.

La cinquième actualisation du programme de stabilité table sur une nette diminution du ratio des dépenses des administrations publiques au cours des prochaines années. Ce ratio serait ramené de 47,7% du PIB en 2003²² à 46,4% en 2006. Une telle évolution serait souhaitable compte tenu de la forte croissance des dépenses observée au cours des dernières années. Elle supposerait cependant l'adoption de mesures nouvelles, susceptibles d'endiguer l'importante progression "spontanée" des dépenses, de même que l'absence de dépenses nouvelles. En l'absence d'initiatives visant à assurer une meilleure maîtrise des dépenses, les transferts sociaux vont vraisemblablement continuer à progresser plus rapidement que le PIB, alors que le programme de stabilité mise sur une légère réduction du ratio des transferts sociaux au PIB. De même, la réduction du ratio des dépenses de consommation postulée au programme semble difficile à mettre en œuvre en l'absence de dispositions nouvelles.

Enfin, le ratio des investissements publics passerait de 4,9% du PIB en 2003 à 4,5% en 2006 selon le programme. Il en résulterait une progression nominale moyenne de la formation brute de capital fixe des administrations publiques égale à 2,5% par an de 2003 à 2006. Les investissements publics calculés à prix constants tendraient donc à stagner, à un niveau cependant nettement plus élevé que dans les États voisins.

1.2.10.4 Les capacités ou besoins de financement et la situation patrimoniale

En raison de la conjonction d'une augmentation très soutenue des dépenses et d'un ralentissement de la progression des recettes, la situation budgétaire des administrations publiques a subi une nette détérioration depuis 2000. Alors que ces dernières enregistraient encore un surplus supérieur à 6% du PIB en 2000 et en 2001, l'excédent s'est en effet limité à 2,7% du PIB en 2002, avant de laisser la place à un déficit en 2003. Le besoin de financement serait en définitive inférieur au déficit annoncé pour 2003 dans la cinquième actualisation du programme de stabilité, à la faveur d'une forte progression des recettes liées aux impôts indirects et aux cotisations sociales. Comme l'indique le programme de stabilité, le besoin de financement devrait cependant s'accroître en 2004 et en 2005. Il refluerait quelque peu en 2006, mais ce résultat est tributaire d'une nette progression des recettes en 2006 et de l'hypothèse d'une forte réduction du ratio des dépenses. Les projections d'automne de la BCL, qui postulent une légère augmentation de ce ratio, laissent quant à elles augurer un déficit des administrations publiques équivalent à 2,0 et 2,8% du PIB en 2004 et 2005, respectivement.

²² Hors transactions avec l'Union européenne.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

TABLEAU 25 : SOLDES BUDGÉTAIRES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (EN % DU PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Soldes effectifs (Capacité (+) ou besoins (-) de financement)									
Données STATEC de mars 2004	3,2	3,7	6,3	6,3	2,7	-0,1	--	--	--
Programme de stabilité	3,2	3,5	6,4	6,2	2,4	-0,6	-1,8	-2,3	-1,5
Projections d'automne BCL	3,2	3,5	6,4	6,2	2,4	-0,5	-2,0	-2,8	--
Soldes apurés des évolutions cycliques									
Estimation Commission européenne	--	--	1,4 ⁽¹⁾	3,3 ⁽¹⁾	2,6	1,1	0,9	1,0	2,2
Estimation Programme de stabilité	--	--	--	--	5,4	2,4	1,0	0,6	1,2
Estimation d'automne de la BCL	3,5	3,4	5,1	5,0	1,8	-0,5	-1,7	-2,4	--

Source : STATEC, cinquième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2002-2006, calculs BCL

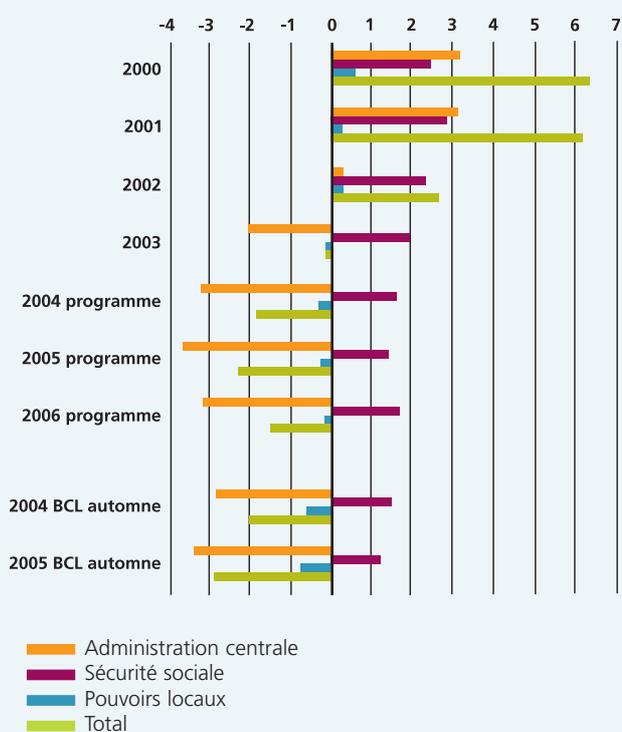
Notes :

⁽¹⁾ Les soldes apurés relatifs à 2000 et 2001 n'ont pas été publiés par la Commission européenne. Ils ont été calculés par la BCL sur la base de la semi-élasticité du solde budgétaire au PIB utilisée par la Commission (0,6) et de la croissance potentielle estimée pour ces deux années par la Commission. Les soldes apurés de l'incidence conjoncturelle sont égaux aux soldes effectifs diminués de la composante conjoncturelle du solde. La BCL a pour ce faire fait appel à une méthode désagrégée - développée par le SEBC et fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott - en prenant comme point de départ les soldes budgétaires inférés dans le cadre de ses propres projections d'automne (-2,0% du PIB en 2004 et -2,8% en 2005). La Commission et les auteurs du programme de stabilité ont quant à eux recouru à la méthode de la fonction de production. Leurs soldes effectifs de départ sont ceux qui ont été projetés dans le cadre du programme (-1,8% du PIB en 2004, -2,3% en 2005 et -1,5% en 2006).

Selon les calculs de la BCL, dont le résultat diffère nettement de celui de la Commission européenne et des estimations reprises au programme de stabilité (voir l'encadré ci-joint), le solde budgétaire ajusté des évolutions conjoncturelles serait nettement déficitaire, à concurrence de respectivement 1,7% et 2,4% du PIB en 2004 et 2005, alors qu'un excédent ajusté égal à environ 5% du PIB était encore observé en 2000 et en 2001. La dégradation de la situation budgétaire des administrations publiques n'est donc que partiellement imputable au ralentissement économique. Elle reflète pour l'essentiel l'adoption de nouvelles mesures discrétionnaires - telles que le net allègement des impôts des ménages et des sociétés ou encore les mesures adoptées dans la foulée du *Rentendesch* - ainsi que l'impact de la forte hausse spontanée des dépenses de sécurité sociale. La hausse soutenue des investissements publics et des dépenses de consommation observée de 2000 à 2003 a également contribué à alimenter les déficits ajustés des mouvements cycliques.

Comme l'indique le graphique ci-joint, la dégradation de la situation budgétaire est dans une large mesure imputable à l'État central défini au sens large, c'est-à-dire après consolidation avec les opérations des fonds spéciaux et de certains établissements publics. Tant le programme de stabilité que les projections d'automne de la BCL laissent augurer la persistance d'importants déficits de l'État central au cours des prochaines années.

GRAPHIQUE 40 : CAPACITÉS (+) ET BESOINS DE FINANCEMENT (-) DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES ET DE LEURS SOUS-SECTEURS (EN % DU PIB)



Source : STATEC, 5^{ème} actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, projections d'automne 2003 de la BCL

La dégradation du solde budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises est certes survenue dans un contexte caractérisé par une excellente situation patrimoniale. Ainsi, le ratio de la dette publique des administrations publiques luxembourgeoises est de loin le plus faible de l'Union européenne (15 pays), puisqu'elle s'est limitée à 4,9% du PIB en 2003. En outre, les administrations publiques luxembourgeoises possèdent de substantiels actifs.

Il s'agit tout d'abord de la réserve budgétaire de l'Etat central, qui résulte du cumul des soldes enregistrés depuis 1944. Elle se montait à 680 millions d'euros au 31 décembre 2002, ce qui équivalait alors à 3,0% du PIB. Les réserves des fonds spéciaux se montaient quant à elles à 2 856 millions d'euros ou à quelque 12,8% du PIB au 31 décembre 2002. De surcroît, la valeur comptable d'acquisition des participations de l'Etat central s'est établie à 2 224 millions d'euros - soit à près de 10% du PIB - à la même date.²³

Au total, les actifs financiers totaux de l'Etat central - appréhendés abstraction faite de la sécurité sociale et des communes - se sont donc élevés à près de 26% du PIB au 31 décembre 2002. Les actifs financiers nets, calculés après déduction de la dette brute consolidée de l'Etat central,²⁴ se sont en conséquence établis à 22,3% du PIB à la fin de 2002²⁵. Comme l'illustre le graphique ci-joint, ce patrimoine net important serait cependant épuisé dès 2009 si l'Etat central enregistre de 2003 à 2006 les déficits prévus dans la cinquième actualisation du programme de stabilité et un déficit hors charges d'intérêts nettes du même ordre - soit 3% du PIB - à partir de 2007²⁶. L'endettement financier net de l'Etat central atteindrait même 19% du PIB en 2015, près de 33% cinq ans plus tard et 56% du PIB en 2030. Sous l'hypothèse pourtant nettement plus favorable d'un déficit hors charges d'intérêts nettes ramené à 1 ou 2% du PIB dès 2007, le patrimoine financier net de l'Etat central serait également appelé à laisser la place à un endettement net, à partir de respectivement 2013 et 2010. Ces résultats soulignent l'importance du respect de la ligne de force selon laquelle l'Etat central doit présenter une situation budgétaire équilibrée.

²³ Source : Ministère des finances, Rapport d'activité 2002.

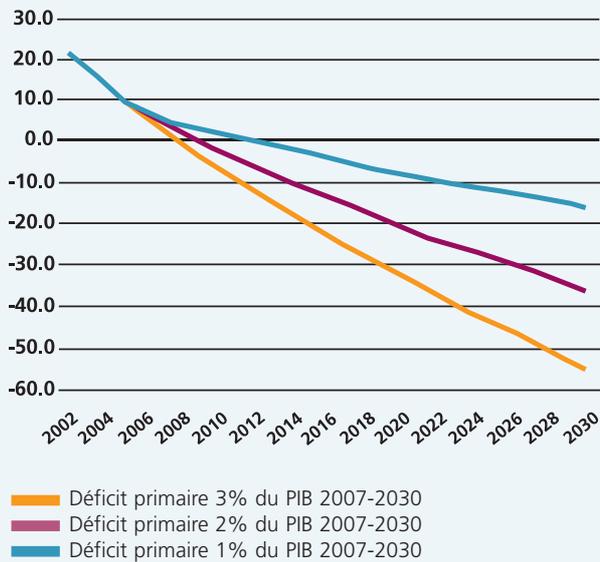
²⁴ La partie de la dette brute consolidée qui est imputable à l'Etat central s'élevait à 761 millions d'euros à la fin de 2002 selon le STATEC.

²⁵ Le patrimoine financier net résulte pour l'essentiel de la sédimentation des soldes budgétaires de l'Etat central. Un déficit budgétaire sera financé par un accroissement de la dette publique, par la liquidation de certains actifs ou par une combinaison de ces deux modes de financement. Le patrimoine financier net reflétera fidèlement l'évolution de la situation budgétaire, quelle que soit l'option de financement privilégiée. La dette brute consolidée est quant à elle nettement moins en phase avec l'évolution des soldes budgétaires, puisqu'elle n'est nullement affectée par un déficit dont le financement est assuré par une liquidation d'actifs ou par un excédent affecté à l'acquisition de nouveaux actifs. Le patrimoine financier net peut être affecté par d'éventuelles plus ou moins-values de portefeuille ou, le cas échéant, par des ventes de biens immobiliers.

²⁶ Les charges d'intérêts nettes sont égales aux charges d'intérêts de l'Etat central diminuées des revenus d'intérêt de ce dernier. Ces charges nettes sont systématiquement négatives, de sorte que les soldes hors charges d'intérêts nettes accusent un déficit (excédent) un peu plus (moins) important que les soldes globaux.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

GRAPHIQUE 41 : ÉVOLUTION DU PATRIMOINE FINANCIER NET DE L'ÉTAT CENTRAL SOUS L'HYPOTHÈSE DE DÉFICITS BUDGÉTAIRES PERSISTANTS (EN % DU PIB)



Note : Le patrimoine financier net se rapporte au seul Etat central, qui est cependant appréhendé dans son acception large (y compris les fonds spéciaux). Il est égal aux actifs financiers de l'Etat central (à l'exclusion donc des biens immobiliers) diminués de la dette brute consolidée de l'Etat central. Le patrimoine financier net est calculé pour l'année de base 2002. Son évolution ultérieure est projetée sur la base d'un taux d'intérêt de référence de 4%, tandis que les taux d'inflation et de croissance du PIB sont supposés être égaux à respectivement 2% et 3,5% par an à partir de 2006. Pour les années 2003 à 2005, les taux d'inflation et de croissance retenus sont issus des projections d'automne de la BCL et de données fournies par le STATEC. Les besoins de financement de l'Etat central constituent le principal déterminant de l'évolution du ratio du patrimoine financier net au PIB. Sur l'horizon 2004-2006, les besoins de financement hors charges d'intérêts nettes sont calculés à partir des soldes repris dans la cinquième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, tandis que le solde relatif à 2003 est issu des données élaborées par le STATEC en mars 2004. Ces soldes primaires sont censés être égaux à 3, 2 ou 1% du PIB par la suite, en fonction du scénario retenu. Les charges ou revenus d'intérêts évoluent en fonction du niveau du patrimoine financier net.

Source : STATEC, 5^{ème} actualisation du programme de stabilité du Luxembourg, calculs BCL

Les administrations publiques comprennent certes la sécurité sociale qui a, au fil des ans, accumulé de substantielles réserves. Cependant, la réserve de compensation du régime général de pensions, qui constitue le principal actif des administrations publiques luxembourgeoises, ne peut être assimilée à un avoir en tant que tel. Si elle s'est élevée à quelque 23% du PIB à la fin de 2002²⁷, la réserve de compensation est nettement inférieure à l'engagement implicite qu'induit le déphasage prévisible entre les prestations de pension futures et les recettes du régime général de pensions, du moins à taux de cotisations et à prestations inchangés. En outre, l'assurance maladie-maternité sera confrontée à des difficultés budgétaires structurelles dès 2005 si les dépenses continuent à augmenter au rythme élevé observé au cours des dernières années. Enfin, l'endettement des communes pourrait augmenter au cours des prochaines années, dans le sillage de la stagnation des recettes collectées au titre de l'impôt commercial communal.

²⁷ Selon le Rapport général sur la sécurité sociale 2002, élaboré par l'IGSS, la réserve du régime général de pensions se serait en effet élevée à 5 176 millions d'euros au 31 décembre 2002.

Calcul des soldes budgétaires des administrations publiques apurés des mouvements conjoncturels

Le calcul de soldes budgétaires apurés des évolutions conjoncturelles revêt une grande importance en matière de surveillance des politiques budgétaires car ils permettent d'isoler la composante non cyclique des soldes, qui rend compte de la situation budgétaire fondamentale des administrations publiques. Les soldes ajustés constituent d'ailleurs l'une des pièces angulaires du cadre qui préside à la surveillance multilatérale des politiques budgétaires au niveau européen. En vertu du Pacte de Stabilité et de Croissance, les administrations publiques des Etats membres doivent en effet présenter des soldes budgétaires "proches de l'équilibre ou en surplus". Or le respect de cette norme doit s'apprécier en moyenne de cycle, sur la base de soldes apurés de l'évolution conjoncturelle.

La Commission européenne a procédé à une évaluation du respect de cette condition à l'occasion de son évaluation de la cinquième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg. Cette évaluation a servi de base à l'opinion du Conseil sur ce programme, qui a été adoptée le 10 février 2004. La Commission a effectué le calcul des soldes ajustés au moyen d'une méthode standardisée, qui est fondée sur la technique de la fonction de production. Schématiquement, elle repose sur quatre étapes. En premier lieu, le niveau du PIB potentiel, soit le niveau atteint par l'utilisation maximale des ressources disponibles qui soit compatible avec la stabilité des prix, est estimé au moyen d'une forme fonctionnelle "Cobb-Douglas" de la fonction de production. La fonction repose sur trois types d'inputs, à savoir le stock de capital, l'emploi - qui dépend de la population en âge de travailler, du taux de participation au marché du travail et d'un taux de chômage d'équilibre - et la productivité totale des facteurs. La production potentielle correspond à un taux de chômage égal à son niveau d'équilibre et à un taux d'exploitation maximal des facteurs de production.

En second lieu, la production potentielle est comparée à la production effective, afin de dégager l'écart de production (voir l'encadré sur la production potentielle et le cycle économique). En troisième lieu, la composante cyclique du solde budgétaire est calculée en multipliant l'écart de production par la semi-élasticité des soldes budgétaires au PIB. Estimée au moyen d'outils économétriques, cette semi-élasticité permet d'inférer l'incidence, sur le solde budgétaire exprimé en pourcentages du PIB, d'une variation d'1% du taux de croissance du PIB. Enfin, la composante cyclique est retranchée du solde budgétaire effectif, c'est-à-dire non ajusté. Le résultat de cette soustraction est le solde budgétaire apuré des mouvements conjoncturels.

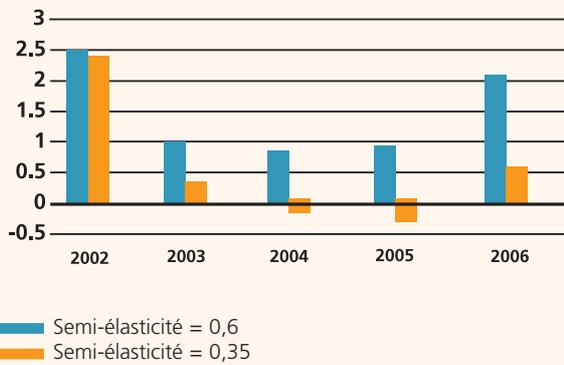
Comme l'illustre le tableau sur les soldes budgétaires repris dans le texte ci-joint, la méthode de la fonction de production utilisée par la Commission livre des résultats qui diffèrent nettement des soldes ajustés estimés par la BCL au moyen d'une méthode désagrégée élaborée dans le cadre du SEBC, qui est fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott avec un paramètre de lissage λ égal à 30^{28} . Les principaux facteurs explicatifs de l'écart entre les deux méthodes sont les suivants :

- Les soldes budgétaires effectifs diffèrent quelque peu. La Commission a fondé ses calculs sur les soldes effectifs projetés dans la cinquième actualisation du programme de stabilité luxembourgeois, alors que la BCL a pour sa part considéré les besoins de financement issus de ses propres projections d'automne, qui sont légèrement moins favorables. La différence s'élève à 0,2% du PIB en 2004 et à 0,5% du PIB en 2005.
- La croissance de la production potentielle estimée par la Commission sur la période 2002-2006 est très soutenue, puisqu'elle atteint en moyenne 4,6% par an. Il en résulte une production potentielle très élevée en fin de période, ce qui donne lieu à un écart de production négatif à raison de 5,5% du PIB en 2005 et de 6,2% du PIB en 2006. Cet écart est censé se résorber au cours des années ultérieures à 2006, qui seraient dès lors caractérisées par un taux réel de croissance du PIB extrêmement soutenu, proche de 8% tant en 2007 qu'en 2008. La forte croissance potentielle estimée par la Commission est partiellement imputable au traitement "résiduel" de l'afflux de travailleurs frontaliers observé au cours des années 1990. En vertu de la méthode standardisée, cette évolution n'a pas été intégrée à la fonction de production proprement dite, qui repose sur la seule composante domestique de la population active. L'important afflux de frontaliers a dès lors été considéré de façon résiduelle, sous la forme d'un accroissement de la productivité totale des facteurs. La surestimation de cette dernière dans le passé donne lieu à une croissance potentielle surestimée dans le futur, surtout en cas de décélération de la progression future du nombre de travailleurs frontaliers.
- La semi-élasticité du solde budgétaire au PIB qui est utilisée par la Commission afin d'inférer la composante cyclique des soldes paraît elle-même élevée, puisqu'elle est égale à 0,6. Or, comme l'indique le graphique ci-joint, le choix d'une semi-élasticité de 0,35, qui paraît plus adaptée au Luxembourg du fait, notamment, d'une relation assez lâche entre l'évolution du PIB et le produit des impôts directs à charge des sociétés, aurait donné lieu à des soldes apurés nettement moins favorables.

²⁸ SPour une description de la méthode commune du SEBC, voir "Cyclically adjusted budget balances : an alternative approach", par C. Bouthevillain et al., ECB Working Paper n°77, September 2001. Pour une description de la méthode telle qu'elle est appliquée au Luxembourg, voir le Bulletin 2002/1 de la BCL, analyse sur "Les soldes budgétaires apurés des mouvements conjoncturels", pages 54 à 60.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

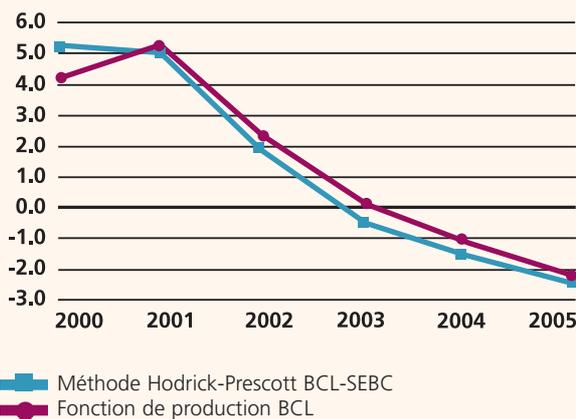
GRAPHIQUE 42 : IMPACT SUR LES SOLDES BUDGÉTAIRES AJUSTÉS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES D'UNE SEMI-ÉLASTICITÉ MOINS ÉLEVÉE (EN % DU PIB)



Source : Commission européenne, STATEC, calculs BCL

De surcroît, en dépit d'un meilleur enracinement dans la théorie économique, la méthode de la fonction de production utilisée par la Commission revient à "importer" les principaux inconvénients des filtres statistiques, puisque le niveau "potentiel" du taux de participation au marché du travail ainsi que la croissance potentielle de la productivité totale des facteurs sont déterminés par simple application du filtre d'Hodrick-Prescott. Il importe également de souligner que les déficits ajustés obtenus par la BCL ne sont guère imputables à l'utilisation d'une technique distincte de la méthode de la fonction de production. Comme l'indique le graphique ci-joint, des soldes ajustés calculés sur la base des écarts de production livrés par une méthode de la fonction de production développée par la BCL (voir l'encadré sur la production potentielle et les cycles économiques) et d'une semi-élasticité de 0,35 donnerait lieu à des soldes pratiquement identiques aux soldes estimés par la BCL au moyen de la méthode commune du SEBC, fondée sur le filtre d'Hodrick-Prescott.

GRAPHIQUE 43 : SOLDES AJUSTÉS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES SUR LA BASE DE DEUX MÉTHODES DE CALCUL DE L'OUTPUT GAP APPLIQUÉES PAR LA BCL (EN % DU PIB)



Source : STATEC, calculs BCL

- Enfin, la méthode de la fonction de production ne permet pas de prendre en compte les "effets de composition". Cette méthode est dite "agrégée", car elle consiste à mesurer l'écart de production sur la base du seul PIB. La BCL utilise pour sa part la méthode désagrégée du SEBC, qui est fondée sur cinq indicateurs d'activité, qui sont liés aux bases d'imposition et aux dépenses de chômage de façon plus directe que le PIB. Il s'agit des salaires moyens, de l'emploi, du nombre de chômeurs, de l'excédent brut d'exploitation et de la consommation privée. Comme ces indicateurs ont dans l'ensemble bien résisté au ralentissement conjoncturel - ce fut en particulier le cas pour l'emploi et la consommation privée - la composante cyclique du solde telle qu'elle est estimée par la Commission sur la base du seul PIB est plus négative que celle de la BCL. Il en résulte des soldes ajustés plus favorables. Les effets de composition jouent un rôle essentiel au Luxembourg, en particulier lors des premières phases d'un retournement conjoncturel. Ainsi, en 2001 le solde ajusté calculé selon la méthode agrégée du SEBC s'est dégradé à raison de 0,1% du PIB, alors que le solde correspondant, calculé au moyen d'une méthode Hodrick-Prescott agrégée, toujours avec un coefficient de lissage égal à 30, s'est amélioré à concurrence de 0,8% du PIB. La non prise en compte des effets de composition aurait donc conduit à une surestimation de 1% du PIB de l'impact de l'inflexion conjoncturelle sur les soldes budgétaires.

Note : la méthode de la fonction de production utilisée par la BCL est décrite par ailleurs (voir l'encadré sur la production potentielle et les cycles économiques et le Cahier d'étude n°4 de la BCL). Il s'agit d'une méthode qui repose sur le seul PIB (non prise en compte des effets de composition).

Enfin, les soldes ajustés obtenus par la Commission peuvent difficilement être réconciliés avec l'impact budgétaire des principales mesures adoptées par les autorités luxembourgeoises au cours des années récentes. Comme l'indique le tableau sur les soldes budgétaires, repris dans le texte principal, la méthode utilisée par la Commission aboutirait à un excédent respectivement égal à 1,4 et 1,1% du PIB en 2000 et en 2003. La faible ampleur de la diminution des soldes ajustés suggère que les autorités luxembourgeoises n'ont adopté aucune mesure discrétionnaire d'envergure au cours des années 2001 à 2003, et que les dépenses indépendantes des cycles conjoncturels - soit, en pratique, les dépenses qui ne sont pas liées au sous-emploi - ont évolué au même rythme que le PIB potentiel au cours de cette période. Or d'importants allègements fiscaux ont été mis en œuvre en 2001 et en 2002, pour un montant total équivalent à plus de 3% du PIB.

Par ailleurs, les dépenses non directement liées aux cycles conjoncturels se sont accrues à un rythme nettement supérieur à celui du PIB potentiel. Cette forte progression des dépenses des administrations publiques, qui résulte soit de mesures discrétionnaires, soit de mécanismes de croissance "spontanée" des dépenses, doit évidemment être prise en compte lors de l'interprétation de l'évolution des soldes structurels, puisqu'elle n'est pas directement liée aux évolutions conjoncturelles. Même lorsqu'elle est calculée à partir de la croissance potentielle élevée inférée par la Commission sur l'horizon 2001-2003, qui atteint près de 5% par an, la partie des dépenses non liées au cycle qui a excédé la progression du PIB potentiel peut être estimée à environ 800 millions d'euros à la fin de 2003, ce qui équivaut à plus de 3% du PIB. Une partie de ce dépassement est attribuable à un rehaussement très substantiel des pensions et des prestations familiales, à concurrence de près de 1% du PIB. Le solde, qui reflète notamment une forte progression des dépenses de l'assurance maladie-maternité et de l'assurance dépendance ainsi qu'une hausse appréciable des investissements publics et de la rémunération des salariés des administrations publiques, équivaudrait donc à plus de 2% du PIB. Au total, le solde budgétaire ajusté des mouvements conjoncturels aurait donc dû se détériorer d'au moins 6% du PIB de 2000 à 2003 compte tenu de diverses mesures discrétionnaires et de la "dérive spontanée" des dépenses. Il convient de souligner que ce montant est en phase avec les soldes apurés du cycle tels qu'ils ont été calculés par la BCL au moyen de la méthode du SEBC, puisque ces derniers accusent une dégradation de 5,6% du PIB de 2000 à 2003.

En conclusion, en dépit du fait que la Commission doit recourir à une version standardisée de la méthode de la fonction de production quel que soit l'Etat membre considéré, ses services ont, sur un plan purement technique, appliqué cette méthode au Luxembourg de façon tout à fait correcte. La méthode standardisée n'est cependant qu'imparfaitement adaptée au cas d'un petit pays comme le Luxembourg, qui se caractérise notamment par un important recours à la main-d'œuvre étrangère et frontalière et par de substantiels effets de composition. La méthode standardisée du SEBC utilisée par la BCL permet de capter ces effets de composition. Elle livre en outre des résultats pratiquement identiques à ceux auxquels donne lieu une méthode de la fonction de production élaborée par la BCL. Ce résultat démontre que les soldes ajustés calculés par la BCL au moyen de la méthode SEBC, qui sont régulièrement commentés dans les publications de la Banque, ne dépendent que marginalement de l'utilisation de la méthode d'Hodrick-Prescott. Cette dernière est d'ailleurs utilisée par la Commission pour dégager le niveau potentiel des principaux facteurs de production. Enfin, il est difficile de réconcilier l'évolution des soldes ajustés calculés par la Commission avec l'incidence budgétaire de l'importante réforme fiscale mise en œuvre en 2001 et en 2002 ainsi qu'avec une progression des dépenses nettement supérieure à celle du PIB potentiel.

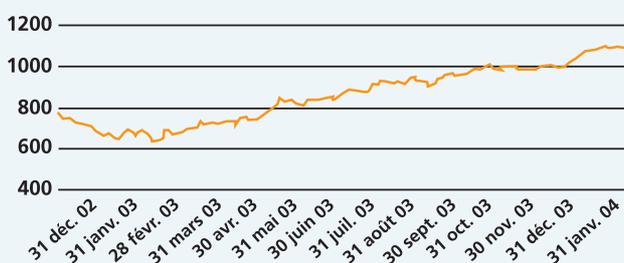
Au total, la méthode standardisée de la fonction de production utilisée par la Commission aboutit pour le Luxembourg à des résultats qui sont sujets à caution, ce que la Commission a d'ailleurs implicitement reconnu dans sa récente évaluation de l'actualisation du programme de stabilité du Luxembourg. Par voie de conséquence, il serait périlleux d'en tirer des conclusions de politique économique, en particulier lorsqu'il s'agit de définir une stratégie budgétaire à moyen terme.

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.2.11 L'activité boursière au Luxembourg

A l'instar des marchés boursiers internationaux, la bourse de Luxembourg s'est nettement reprise en 2003. Elle a suivi le mouvement des principaux indices boursiers internationaux et a dans un premier temps reculé jusqu'en mars avant d'entamer une longue phase ascendante (cf. point 1.1.3 "Les marchés boursiers" de cette publication). Entre fin 2002 et fin 2003, l'indice Luxx a progressé de 29%. Il a continué sa progression pendant les premiers mois 2004 et a enregistré un plus de 7% entre fin 2003 et le 26 février 2004.

GRAPHIQUE 44 : ÉVOLUTION DU LUXX



Source : Bloomberg

Le volume des échanges sur le marché secondaire a atteint 793 millions d'euros en 2003, ce qui constitue une baisse de 55% par rapport au volume atteint en 2002. Cette baisse est la plus marquée dans le segment des obligations (-64%) suivi des OPC (-44%) et des actions (-20%). Ces taux de baisse différenciés impliquent qu'au niveau des parts par segment dans le volume global des échanges on peut observer en particulier une baisse dans le compartiment des obligations et une hausse dans celui des actions.

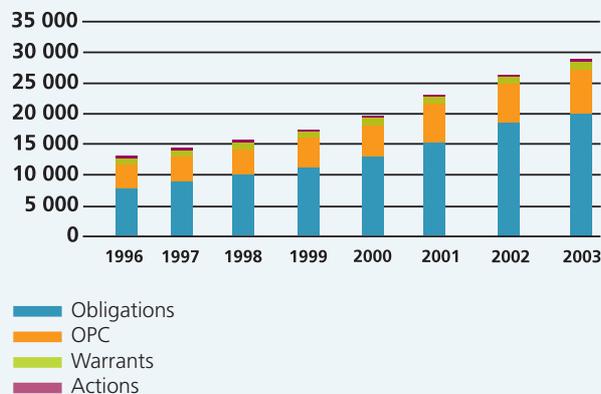
TABLEAU 26 : SEGMENTATION DU VOLUME DES ÉCHANGES

	2003	2002
Obligations	48%	70%
Actions	29%	17%
OPC	16%	13%
Warrants	6%	0%
Total	100%	100%

Source : Bourse de Luxembourg

Du côté des admissions, l'année 2003 a été marquée par une forte activité. Ainsi, 8 246 nouvelles valeurs ont été admises à la cote officielle contre 7 513 nouvelles valeurs en 2002. Les nouvelles admissions ont été les plus importantes dans le segment des obligations (+6 161 valeurs), suivi des OPC (+1 051 valeurs) des warrants (+1 004 valeurs) et des actions (+30 valeurs). La structure de la cotation en Bourse de Luxembourg se présente dès lors comme suit.

GRAPHIQUE 45 : NOMBRE DE VALEURS COTÉES



Source : Bourse de Luxembourg

Au total, la cote de la Bourse de Luxembourg comptait 29 102 valeurs en date du 31 décembre 2003, soit une augmentation de 10% par rapport à fin 2002. La cotation d'obligations reste de loin l'activité principale de la Bourse de Luxembourg et le segment des obligations représente 73% du total des lignes de cotation.



