

28 OCTOBRE 2004

AVIS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG SUR
LE PROJET DE BUDGET 2005 DE L'ETAT
LUXEMBOURGEOIS

SOMMAIRE

1	APPRECIATION PAR LA BCL DU PROJET DE BUDGET 2005	2
2	PLACE FINANCIERE ET STABILITE FINANCIERE	21
3	COMPETITIVITE DU LUXEMBOURG	40
4	EVOLUTION DE L'INFLATION	44
5	PERSPECTIVES ECONOMIQUES	45

AVIS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG SUR LE PROJET DE BUDGET 2005 DE L'ETAT LUXEMBOURGEOIS

1 Appréciation par la BCL du projet de budget 2005

Le présent texte constitue un passage en revue du projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2005. Les grandes lignes du projet sont tout d'abord appréhendées à travers la présentation traditionnelle et la version consolidée du budget. L'évolution prévue des recettes, des dépenses et du solde de l'administration centrale fait ensuite l'objet d'un examen plus détaillé, après quoi les résultats de projections préliminaires relatives à l'ensemble des administrations publiques sont commentés.

1. Les grandes lignes du projet de budget 2005 : de la présentation traditionnelle à la version consolidée du budget de l'Etat. Le projet de budget se caractérise à cet égard par une meilleure transparence que les années précédentes.

Comme l'indique le tableau 1, tant les recettes que les dépenses de l'Etat s'accroîtraient à raison d'environ 8% en 2005 selon le projet de budget. Il en résulterait un déficit pratiquement inchangé par rapport à l'année 2004, égal à 89 millions d'euros. Une comparaison avec l'année 2003 est cependant plus appropriée, car les données relatives à cette dernière sont issues d'un compte provisoire, alors que les montants relatifs à 2004 émanent du budget 2004, qui a été entériné par la Chambre des Députés voilà près d'un an. Examinées sur la période de deux ans 2003-2005, les dépenses progresseraient de 6,5%, ce qui semble relativement modéré. Cependant, cet accroissement excède la croissance des recettes. En outre, l'augmentation modérée des dépenses est le reflet d'une nette décreue des dépenses en capital, qui s'explique elle-même par une sensible diminution des transferts de l'Etat central aux fonds.

Tableau 1 *Aperçu du projet de budget 2004 de l'Etat central (au sens strict) (En millions d'euros, sauf mention contraire)*

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

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

Ce dernier facteur est neutralisé dans le cadre des comptes SEC 95 de l'administration centrale, car ces derniers reviennent à consolider les comptes de l'Etat central proprement dit, qui font l'objet des projets de budget successifs, et les comptes des fonds spéciaux. Pour cette raison, le compte SEC 95 offre une vision plus cohérente des opérations budgétaires de l'Etat. De surcroît, cette présentation est utilisée en vue du calcul du besoin ou de la capacité de financement de l'ensemble des administrations publiques (à savoir non seulement l'administration centrale, mais également les pouvoirs locaux et la sécurité sociale), qui permet de vérifier la conformité de la politique budgétaire à la valeur de référence de 3% de déficit.

Le compte SEC 95 de l'administration centrale, qui constitue la première étape de l'établissement du compte des administrations publiques, est élaboré par le STATEC deux fois par an. La présente section en présente une version simplifiée, qui consiste uniquement à réincorporer aux dépenses de l'Etat central les dépenses prévues des fonds spéciaux, en lieu et place des dotations de l'Etat central aux fonds. Le tableau 2, qui repose sur deux tableaux détaillés repris en annexe, renferme le résultat de ces calculs.

Tableau 2 *Version consolidée des opérations budgétaires de l'Etat central (exécution intégrale des dépenses) (En millions d'euros, sauf mention contraire)*

	2003	2004	2005	Croissance 2004-2005	Croissance 2003-2005
DEPENSES COURANTES					
1. Dépenses courantes de l'Etat au sens strict	5 656,4	5 809,8	6 285,4	+8,2%	+11,1%
2. Transferts courants de l'Etat au sens strict aux fonds (-)	-842,6	-795,6	-883,1	+11,0%	+4,8%
3. Dépenses courantes programmées des fonds (voir annexe)	1 046,6	1 128,3	1 226,6	+8,7	+17,2
4. Dépenses courantes de l'Etat central réestimées (= 1.+2.+3.)	5 860,5	6 142,5	6 628,8	+7,9	+13,1
DEPENSES EN CAPITAL					
5. Dépenses en capital de l'Etat au sens strict	906,8	671,1	706,1	+5,2%	-22,1
6. Transferts en capital de l'Etat au sens strict aux fonds (-)	-453,6	-241,9	-275,9	+14,1%	-39,2
7. Dépenses en capital programmées des fonds (voir annexe)	676,0	1 022,3	1 024,1	+0,2%	+51,5
8. Dépenses en capital de l'Etat central réestimées (= 5.+6.+7.)	1 129,2	1 451,5	1 454,3	+0,2%	+28,8
9. DEPENSES TOTALES DE L'ETAT CENTRAL CONSOLIDE (= 4.+8.)	6 989,6	7 594,0	8 083,2	+6,4%	+15,6
<i>Pour mémoire : dépenses de l'Etat au sens strict (= 1.+5.)</i>	<i>6 563,2</i>	<i>6 480,9</i>	<i>6 991,5</i>	<i>+7,9%</i>	<i>+6,5</i>
RECETTES					
10. Recettes totales de l'Etat au sens strict	6 563,6	6 392,5	6 902,5	+8,0	+5,2
11. Recettes propres des fonds	315,0	327,7	337,1	+2,9	+7,0
12. RECETTES TOTALES DE L'ETAT CENTRAL CONSOLIDE (=10.+11.)	6 878,6	6 720,2	7 239,5	+7,7	+5,2
SOLDE DE L'ETAT CONSOLIDE (=12.-9.)	-111,0	-873,8	-843,6	--	--
<i>Pour mémoire : solde de l'Etat au sens strict</i>	<i>+0,3</i>	<i>-88,3</i>	<i>-89,0</i>	<i>--</i>	<i>--</i>

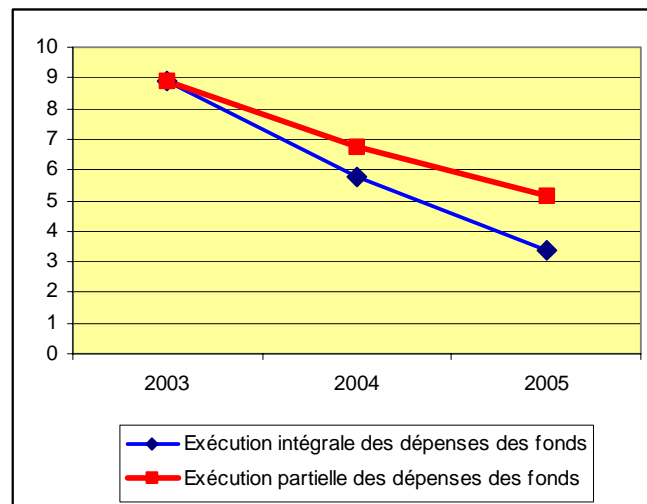
Source : *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2005, Ministère des Finances ; calculs BCL.*

Note : 2003 : compte provisoire. 2004 : budget 2004. 2005 : projet de budget 2005. Les résultats repris au tableau partent de l'hypothèse que les dépenses programmées des fonds et des établissements publics seront intégralement exécutées en 2004 et en 2005.

La croissance des dépenses se distingue nettement de celle qui ressort du tableau 1. Ainsi, elles s'accroîtraient de quelque 16% sur la période de deux ans 2003-2005 (ligne 9), alors que la hausse se limitait à 6,5% sur la même période au tableau 1. Cette nette divergence s'explique par la conjonction d'une forte réduction des dotations de l'Etat central aux fonds en 2004 et d'une nette progression des

dépenses prévues des mêmes fonds. Il en résulte un déficit implicite des fonds, dont le financement doit être assuré par l'émission d'emprunts nouveaux – à raison de 120 millions d'euros en 2004 et de 200 millions d'euros en 2005 – et par un recul des actifs des fonds (voir le graphique 1). En cas de réalisation intégrale des programmes de dépenses des fonds en 2004 et en 2005, les déficits de ces derniers se monteraient à 786 millions d'euros en 2004 et 755 millions en 2005. Si les dotations de l'Etat central aux fonds s'accroîtraient de façon significative en 2005 (+11,7% par rapport au budget définitif 2004), elles demeureraient néanmoins nettement en retrait des dépenses programmées, d'où la persistance d'un déficit élevé des fonds. Dans un tel contexte, le déficit total de l'Etat consolidé atteindrait 874 millions d'euros en 2004 et 844 millions en 2005. Il convient de noter que ce dernier chiffre représente 3,0% du PIB nominal, ce qui est totalement en phase avec le solde de l'administration centrale calculé à la page 24 du projet de budget. Il convient d'ailleurs de saluer l'effort de transparence que constitue l'intégration à l'exposé introductif de données sur l'évolution du compte global des administrations publiques en général et de l'administration centrale en particulier.

Graphique 1 Evolution des actifs totaux des fonds spéciaux repris à l'annexe du projet de budget (En pourcentages du PIB)



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

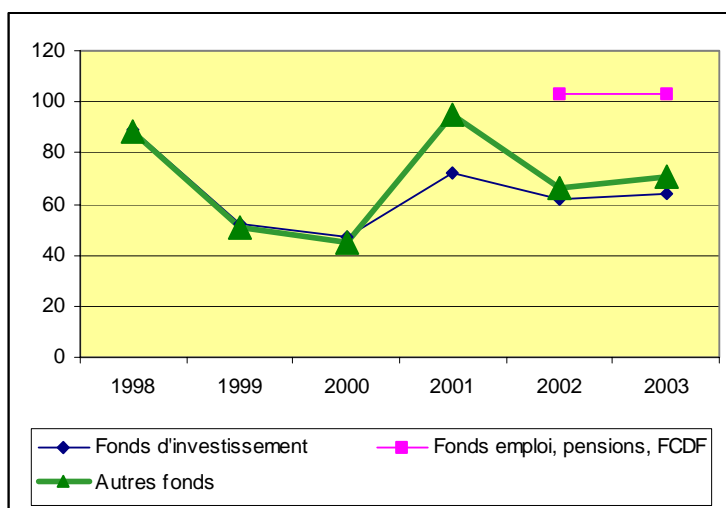
2. Le compte consolidé de l'Etat central doit cependant être amendé afin de prendre en compte des taux de réalisation partiels des dépenses des fonds spéciaux. La prise en considération d'un taux de réalisation inférieur à 100% en 2004 et en 2005 donne lieu à un solde consolidé plus favorable, mais également à une moindre progression des dépenses d'investissement. Le déficit prévisible de l'Etat central consolidé demeure cependant très significatif.

Les données du tableau 1 doivent être interprétées avec prudence, car elles reposent sur le postulat d'une mise en œuvre intégrale des dépenses programmées des fonds en 2004 et en 2005. Or, comme l'illustre le graphique 2, élaboré à partir des projets de budget successifs, le taux de réalisation a en général été nettement inférieur à 100% au cours de la période 1998-2003 sous l'effet, notamment, de retards dans la mise en œuvre des travaux publics. Seuls trois fonds, à savoir le fonds des pensions, le fonds pour l'emploi et le fonds communal de dotation financière (FCDF), se caractérisent par un taux de réalisation intégral, en raison de la nature spécifique de leurs missions. Ce constat ne prévaut cependant pas en ce qui concerne les autres fonds, en particulier les six fonds d'investissement identifiés à la page 27 de l'exposé introductif. Dans un tel contexte, il s'impose de baser des projections budgétaires telles que celles de la BCL sur l'hypothèse d'une réalisation partielle des dépenses programmées des fonds. Le choix de taux de réalisation n'est cependant guère aisé, car ces derniers ont fait preuve d'une grande volatilité de 1998 à 2003. Cette situation souligne une fois de plus les difficultés inhérentes à toute projection budgétaire au Luxembourg.

Le choix d'un taux de réalisation adéquat pour les fonds d'investissement en 2004 a cependant été facilité par le fait que les dépenses programmées de ces fonds, telles qu'elles figurent au projet de budget 2005, ne progressent que modestement par rapport aux dépenses équivalentes de 2003, reprises au compte provisoire. Dans un tel contexte, il a été supposé que le taux de réalisation sera proche de 100% en 2004. Le taux retenu pour 2005 est ramené à 90%, car la hausse des dépenses des fonds d'investissement prévue au projet de budget 2005 paraît très élevée (+30,3% par rapport à 2004) et peu en phase avec l'évolution passée. Les taux relatifs au fonds des pensions, au fonds pour l'emploi et au FCDF sont très logiquement proches de 100%. Ils dépendent notamment de l'évolution postulée par la BCL du

chômage, des pensions publiques et du produit des trois impôts qui déterminent l'évolution du transfert effectué par le FCDF en faveur des communes. Enfin, les taux de réalisation retenus pour les autres fonds se montent à 60 et à 75% en 2004 et en 2005, respectivement. Le choix du premier taux est en ligne avec le taux de réalisation enregistré par ces fonds en 2003.¹ Le taux retenu est plus élevé en 2005, car le maintien du taux à 60% donnerait lieu à une diminution de quelque 15% des dépenses des fonds concernés en 2005.

Graphique 2 *Taux de réalisation des dépenses programmées des fonds spéciaux (En pourcentages des dépenses prévues dans les projets de budget respectifs)*



Source : *Annexes des projets de budget successifs, calculs BCL.*

Note : les données du graphique ont été estimées au moyen des seules annexes des projets de budget successifs. A titre d'exemple, le taux de réalisation relatif à 2003 a été calculé en rapportant les dépenses du compte provisoire 2003 (publiées dans le projet de budget 2005) aux dépenses correspondantes prévues au projet de budget 2003. Les fonds d'investissements sont les six fonds identifiés comme tels à la page 27 de l'exposé introductif du projet de budget 2005 (fonds administratif, scolaire, sanitaire, des routes, des monuments historiques, du rail). Les « autres fonds » comprennent tous les autres fonds, à l'exception du fonds pour l'emploi, du FCDF et du fonds des pensions. La composition de ce dernier groupe peut varier au cours de la période sous revue.

Comme l'indique le tableau 3, ces aménagements par rapport au projet de budget 2005 donneraient lieu à une diminution de 12 et 9% en 2004 et 2005, respectivement, des dépenses programmées totales de l'ensemble des fonds

¹ Un taux de réalisation de 100% donnerait lieu à une augmentation des dépenses de ces fonds de quelque 78% en 2004.

considérés dans le présent avis. En conséquence, le déficit de l'Etat central consolidé se réduirait à 2,4% du PIB en 2004 et à 2,3% en 2005, ce qui reste significatif et nettement supérieur au solde consolidé enregistré en 2003.

Tableau 3 *Version consolidée des opérations budgétaires de l'Etat central avec taux partiels de réalisation des programmes de dépenses des fonds spéciaux (En millions d'euros, sauf mention contraire)*

	2003	2004	2005	Croissance 2004-2005	Croissance 2003-2005
DEPENSES COURANTES					
1. Dépenses courantes de l'Etat au sens strict	5 656,4	5 809,8	6 285,4	+8,2%	+11,1%
2. Transferts courants de l'Etat au sens strict aux fonds (-)	-842,6	-795,6	-883,1	+11,0%	+4,8%
3. Dépenses courantes programmées des fonds (voir annexe)	1 046,6	1 094,6	1 168,4	+6,7%	+11,6%
4. Dépenses courantes de l'Etat central réestimées (= 1.+2.+3.)	5 860,5	6 108,8	6 570,6	+7,6%	+12,1%
DEPENSES EN CAPITAL					
5. Dépenses en capital de l'Etat au sens strict	906,8	671,1	706,1	+5,2%	-22,1%
6. Transferts en capital de l'Etat au sens strict aux fonds (-)	-453,6	-241,9	-275,9	+14,1%	-39,2%
7. Dépenses en capital programmées des fonds (voir annexe)	676,0	796,8	870,4	+9,2%	+28,8%
8. Dépenses en capital de l'Etat central réestimées (= 5.+6.+7.)	1 129,2	1 226,0	1 300,6	+6,1%	+15,2%
9. DEPENSES TOTALES DE L'ETAT CENTRAL (= 4.+8.)	6 989,6	7 334,8	7 871,2	+7,3%	+12,6%
<i>Pour mémoire : dépenses de l'Etat au sens strict (= 1.+5.)</i>	<i>6 563,2</i>	<i>6 480,9</i>	<i>6 991,5</i>	<i>+7,9%</i>	<i>+6,5%</i>
RECETTES					
10. Recettes totales de l'Etat au sens strict	6 563,6	6 392,5	6 902,5	+8,0	+5,2%
11. Recettes propres des fonds	315,0	327,7	337,1	+2,9	+7,0%
12. RECETTES TOTALES DE L'ETAT CENTRAL CONSOLIDE (=10.+11.)	6 878,6	6 720,2	7 239,5	+7,7	+5,2%
SOLDE DE L'ETAT CONSOLIDE (=12.-9.)	-111,0	-614,6	-631,7	--	--
<i>Pour mémoire : solde de l'Etat au sens strict</i>	<i>+0,3</i>	<i>-88,3</i>	<i>-89,0</i>	<i>--</i>	<i>--</i>

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

Note : les résultats repris au tableau partent de l'hypothèse que les dépenses programmées des fonds et des établissements publics seront intégralement exécutées en 2004 et en 2005.

3. Le compte consolidé de l'Etat central ne constitue que le point de départ des projections de la BCL. Les comptes projetés de l'administration centrale présentent un déficit un peu plus élevé que l'Etat central consolidé. Comme le prévoit le projet de budget, la progression des recettes sera assez modeste sur l'horizon de deux ans 2003-2005. Le produit de nombre d'impôts est cependant extrêmement difficile à prévoir au Luxembourg.

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

Par ailleurs, la BCL procède à l'élaboration d'hypothèses alternatives à celles sur lesquelles repose le budget. Il s'agit des taux de réalisation des dépenses des fonds déjà abordés ci-dessus, mais également de nombre d'autres hypothèses spécifiques. Sur le volet des recettes, la BCL procède à des estimations propres, en se basant notamment sur des coefficients d'élasticité et sur un scénario macro-économique complet. Sur le plan des dépenses, les transferts de l'Etat central à la sécurité sociale et aux communes sont réestimés en fonction de l'évolution postulée des paramètres les plus pertinents, par exemple l'évolution des cotisations sociales² ou le rendement des trois impôts dont le produit sert à calculer le transfert du FCDF aux communes.³ La rémunération des agents de l'Etat et les allocations de chômage font également l'objet d'une estimation propre.

² Ces dernières déterminent notamment l'évolution des « surprimes » versées à l'assurance maladie-maternité et des cotisations de l'Etat en faveur du régime général de pension.

³ Il s'agit de l'impôt sur le revenu des personnes physiques fixé par voie d'assiette et de l'impôt retenu sur les traitements et salaires, de la taxe sur la valeur ajoutée et de la taxe sur les véhicules automoteurs.

Le tableau 4 constitue l'aboutissement des étapes de calcul décrites ci-dessus. **Il ne renferme que des projections hautement préliminaires**, qui devront être ajustées en fonction des amendements budgétaires, de l'évolution de la situation macro-économique ou encore de nouvelles informations sur l'exécution du budget 2004. La version finale des projections de finances publiques d'automne ne sera diffusée que dans le prochain bulletin de la BCL.

Tableau 4 **Situation budgétaire de l'administration centrale après ajustements (projections hautement préliminaires)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Millions d'euros</i>						
Recettes totales	6 590	6 699	6 979	7 274	7 499	7 898
Dépenses totales	5 988	5 974	6 913	7 569	7 939	8 558
Capacité (+) ou besoin net (-) de financement	+601	+725	+66	-294	-440	-660
Solde en % du PIB	+2,8	+3,3	+0,3	-1,2	-1,7	-2,5
<i>Taux de croissance</i>						
Recettes totales	+12,9	+1,7	+4,2	+4,2	+3,1	+5,3
Dépenses totales	+9,7	-0,2	+15,7	+9,5	+4,9	+7,8

Source : STATEC, calculs BCL pour l'évolution au cours de la période 2004-2006.

Les premières colonnes du tableau, relatives aux années 2000 à 2003, résultent directement de données transmises par le STATEC dans le cadre de la dernière mouture des comptes nationaux (après ajustements pour les transactions avec les institutions de l'Union européenne). Les colonnes relatives à 2004 et 2005 ont été estimées en projetant dans le futur les éléments constitutifs de la première colonne. Comme indiqué ci-dessus, cette projection repose sur (i) les évolutions telles qu'elles se dégagent du projet de budget et du compte consolidé de l'Etat, (ii) les amendements à ces évolutions qui résultent du recalcul par la BCL des transferts, de la rémunération des agents de l'Etat et des allocations de chômage et enfin (iii) des hypothèses propres en matière de recettes. Le solde 2005 de l'administration centrale repris au tableau 4 est légèrement moins favorable que le solde « consolidé » correspondant (voir le tableau 3) du fait de ces diverses révisions et la situation inverse prévaut en 2004. L'impact négatif de certaines révisions a été contrecarré par l'évolution des recettes. Les estimations de recettes reprises au tableau 4 sont en effet plus optimistes que celles qui résultent du projet de budget,

surtout pour l'année 2004. Si les estimations des recettes de TVA figurant au projet de budget paraissent assez volontaristes, les auteurs du projet ont en revanche fait preuve de la plus grande prudence en ce qui concerne l'impôt sur le revenu des collectivités, les recettes communes de l'UEBL (droits de douane et d'accises), l'impôt sur la fortune ou encore l'impôt sur les revenus de capitaux.

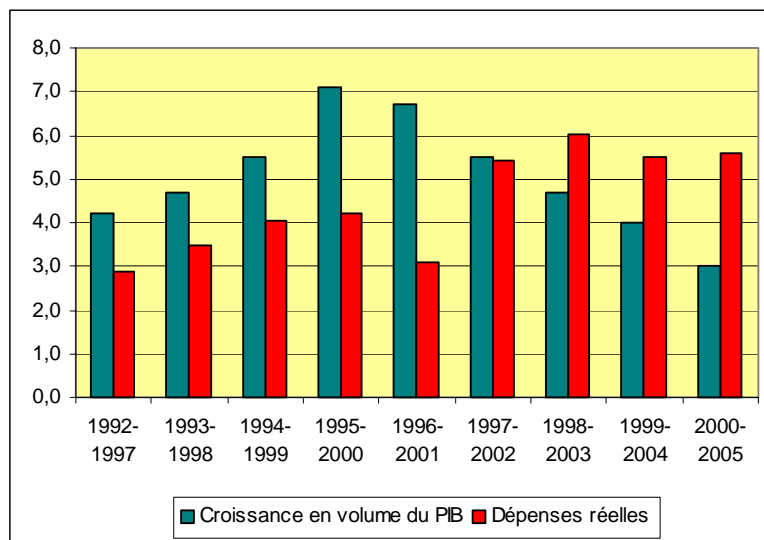
Au total, le substantiel déficit enregistré par l'administration centrale en 2003 tendrait à s'accroître en 2004 et en 2005. Cette évolution serait observée en dépit de l'actuelle embellie conjoncturelle. D'une part, le rendement de l'impôt sur le revenu des collectivités sera vraisemblablement en retrait par rapport aux années précédentes malgré la forte hausse attendue de l'excédent brut d'exploitation, car les soldes d'impôt liés aux années antérieures devraient continuer à s'amenuiser. D'autre part, les dépenses de l'administration centrale progresseraient au total de quelque 13,1% sur la période de deux ans 2004-2005.

4. La hausse des dépenses de l'administration centrale continuerait à excéder le rythme de progression du PIB, même sur des horizons de moyen terme.

Le récent accord de coalition renferme à nouveau la norme en vertu de laquelle les dépenses de l'Etat devraient progresser dans les limites de la croissance économique sur un horizon de moyen terme. Même sous l'hypothèse d'une mise en œuvre partielle des programmes de dépenses des fonds spéciaux, le projet de budget 2005 impliquerait une croissance de 13% des dépenses de l'administration centrale de 2003 à 2005, comme on l'a vu ci-dessus. La progression annuelle moyenne des dépenses s'établirait donc à 6,5% sur cette période de deux ans, ce qui équivaut à un taux réel de près de 5% par an. Ce dernier taux demeurerait supérieur à la croissance en volume du PIB observée en 2004 et en 2005.

Le même constat prévaut lorsque la progression des dépenses est mise en regard avec la croissance du PIB sur des horizons de moyen terme, comme le postule l'accord de gouvernement. A la lumière des derniers développements macro-économiques, des dépenses enregistrées de 2000 à 2003 et des dépenses prévues pour 2004 et 2005 sur la base notamment du projet de budget 2005, il apparaît que la progression des dépenses excéderait celle du PIB à raison de plus de 2,5% en moyenne de 2000 à 2005, ce qui déroge à la norme précitée.

Graphique 3 Comparaison entre la croissance en volume du PIB et la progression des dépenses réelles de l'administration centrale sur des horizons successifs de 5 ans (En pourcentages)



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

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

La croissance des dépenses pourrait excéder la progression postulée dans le graphique si les cotisations d'assurance maladie-maternité s'accroissent dans le sillage de l'assemblée générale de l'Union des Caisses de Maladie, qui aura lieu le 9 novembre 2004. A titre d'exemple, une augmentation de 0,5% de la cotisation pour prestations en nature des actifs – qui passerait dès lors de 5,1 à 5,6% du salaire brut – contraindrait l'Etat central à accroître ses transferts à la sécurité sociale à raison de 36 millions d'euros, en vertu du mécanisme des surprimes. Il en résulterait une augmentation additionnelle des dépenses de l'administration centrale en 2005.

5. Le solde de l'ensemble des administrations publiques (y compris les communes et la sécurité sociale) serait significativement négatif en 2005.

L'amélioration conjoncturelle a largement contribué à améliorer les perspectives budgétaires. La substitution aux hypothèses macro-économiques de printemps 2004 de la BCL des nouvelles hypothèses d'automne s'est traduite par une diminution substantielle des déficits budgétaires prévus en 2004 et en 2005, à raison de 0,4 et de 0,6% du PIB, respectivement. Par ailleurs, le STATEC a procédé en août 2004 à une révision des comptes SEC 95 des administrations publiques. Alors que les données de mars, qui ont servi de base aux projections de finances publiques effectuées par la BCL au printemps, laissaient augurer un déficit de 0,1% du PIB, les comptes d'août mettaient en exergue un excédent équivalant à 0,8% du PIB. Cette révision a bien évidemment affecté les présentes projections.

En dépit de ces deux facteurs favorables, le solde effectif des administrations publiques accuserait un déficit significatif, égal à 1,5% du PIB en 2005. Cette situation reflète pour l'essentiel l'impact de la hausse soutenue des dépenses publiques prévue au projet de budget 2005 de l'Etat central. Selon les projections de la BCL, les dépenses SEC 95 de l'administration centrale progresseraient en effet de quelque 13% de 2003 à 2005, soit sur une période de deux ans (+6,4% par an en moyenne), dans un contexte caractérisé par une diminution du montant des impôts directs perçus auprès des sociétés (impôt commercial communal, impôt sur le revenu des collectivités (IRC) et impôt de solidarité de 4% sur l'IRC). Une forte accélération de la collecte de ces impôts en 2002 et en 2003 laisserait en effet la place à une décélération sensible à partir de 2004.

Tableau 5 *La situation des finances publiques luxembourgeoises : projections préliminaires d'automne de la BCL (25 octobre 2004) (En pourcentages du PIB)*

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

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

p : projections

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

Les soldes estimés par la BCL s'écartent quelque peu des soldes calculés à la page 24 de l'exposé introductif du projet de budget. Comme indiqué ci-dessus, le solde de l'administration centrale est plus favorable du fait de l'hypothèse d'une mise en œuvre partielle des programmes de dépenses des fonds spéciaux. En cas d'application intégrale de ce programme tel qu'il est prévu à l'annexe du projet de budget, le solde de l'administration centrale estimé par la BCL se monterait également à 3% du PIB. L'équilibre des finances communales postulé par les auteurs du budget paraît optimiste dans le contexte d'une nette réduction du produit de l'impôt commercial communal (ICC), qui constitue à lui seul près de 30% des recettes totales des pouvoirs locaux. Selon le budget des recettes pour ordre, le produit de cet impôt passerait en effet de 540 millions d'euros en 2003 à 450 millions en 2005. Par rapport à une situation où le montant de l'ICC se serait accru au rythme de l'évolution du PIB, les communes enregistreraient donc une moins-value égale à 150 millions d'euros en 2005, soit plus de 0,5% du PIB. Le transfert du FCDF aux communes s'accroîtrait certes nettement selon le projet de budget 2005 (+19% de 2003 à 2005 selon l'annexe du projet de budget). Cependant, cet accroissement reflète notamment une évaluation optimiste de l'évolution future des recettes de TVA (+24,4% de 2003 à 2005 pour les recettes brutes de TVA selon le budget des dépenses pour ordre). Les calculs auxquels a procédé la BCL sur la base de ses propres estimations de l'évolution des recettes suggèrent une augmentation plus

modérée du transfert (de l'ordre de 13,5% de 2003 à 2005), à peine supérieure à la croissance postulée des dépenses des communes. Seule une nette décélération de la croissance de ces dernières permettrait d'assurer l'équilibre des finances communales dans de telles circonstances.

Le solde de la sécurité sociale estimé dans le projet de budget est plus favorable que les estimations de la BCL à raison de 0,4% du PIB. A politique inchangée, le maintien des excédents de la sécurité sociale à un niveau aussi élevé paraît peu probable. D'une part, les autorités devront en principe procéder à un ajustement des pensions à l'évolution des salaires réels en 2005. Le dernier ajustement, mis en œuvre en 2003, s'était traduit par un surcroît de dépenses égal à 0,3% du PIB. D'autre part, l'assurance maladie-maternité devrait à politique inchangée présenter un déficit de l'ordre de 100 millions d'euros en 2005. En vertu des dispositions légales, ce déficit devra être comblé par une hausse des cotisations, un ajustement des prestations ou une combinaison de ces deux types de mesures. Cependant, seules des mesures tangibles, définies à l'occasion de la prochaine assemblée générale de l'Union des caisses de maladie, peuvent être prises en considération dans les projections de finances publiques. Le projet de budget est d'ailleurs établi sur les mêmes bases, puisque les transferts de l'Etat central à la sécurité sociale ont été calculés indépendamment de l'incidence d'une hausse des cotisations (ce fait est clairement mentionné dans le projet de budget). Une telle hausse donnerait lieu à une augmentation de ces transferts, donc à un déficit additionnel du budget de l'Etat.

A titre purement illustratif, un relèvement de 0,5% des cotisations pour prestations en nature des actifs dès janvier 2005 se traduirait toutes autres choses égales par ailleurs par une amélioration de 98 millions d'euros ou 0,4% du PIB du solde de la sécurité sociale, ce qui permettrait de ramener le patrimoine des caisses de maladie au niveau du fonds de roulement légal en 2005. Une telle décision ne se traduirait cependant pas par une amélioration équivalente du solde de l'ensemble des administrations publiques, car 36 des 98 millions précités constitueraient un transfert entre sous-secteurs des administrations publiques.⁴ Le prochain programme de stabilité du Luxembourg, qui sera vraisemblablement présenté vers le début du mois de décembre, devra évidemment intégrer toutes les conséquences d'un éventuel ajustement.

⁴ Ce transfert de 36 millions de l'Etat central à l'assurance maladie-maternité découlerait du mécanisme des surprimes, en vertu duquel l'Etat verse à cette dernière une partie du produit des cotisations en nature.

6. La détérioration de la situation des finances publiques observée au cours des dernières années n'est que partiellement imputable au ralentissement économique. Par ailleurs, dans une perspective contra-cyclique, il aurait été préférable de profiter de l'actuelle phase de reprise pour converger plus rapidement vers une position « proche de l'équilibre ou en excédent ».

Comme l'indique le tableau 5, le solde corrigé des évolutions conjoncturelles présenterait toujours un substantiel déficit en 2005, égal à 1,2% du PIB en dépit de la révision des données de finances publiques du STATEC et du développement de l'activité au Luxembourg de firmes actives dans le domaine du commerce électronique. Les estimations préliminaires laissent d'ailleurs entrevoir un déficit ajusté plus élevé encore en 2006, égal à 1,6% du PIB. Il s'agit d'une nette détérioration par rapport aux excédents élevés observés en 2001 et, dans une moindre mesure, en 2002. L'objectif de soldes proches de l'équilibre ou en surplus semble par ailleurs toujours lointain. Il est essentiel que la prochaine actualisation du programme de stabilité luxembourgeois propose un cheminement crédible vers cet objectif. L'actuelle embellie économique constitue d'ailleurs un environnement particulièrement propice à la mise en œuvre d'une telle stratégie.

7. La détérioration des finances publiques est d'autant plus préoccupante que les excédents de la sécurité sociale devraient graduellement s'amenuiser, du moins si la croissance du PIB n'excède pas un niveau élevé.

Le solde ajusté de la conjoncture serait particulièrement négatif en l'absence d'importants excédents de la sécurité sociale. Or le maintien de ces derniers paraît assez compromis à moyen terme en l'absence d'une croissance économique particulièrement élevée, de l'ordre de 5% en volume par an (voir à ce propos une analyse publiée dans le bulletin 2004/2 de la BCL). Les actuels excédents de la sécurité sociale reflètent en effet dans une large mesure le décalage entre les contributions sociales perçues par le régime général de pension d'une part, et d'autre part les prestations dont bénéficient les frontaliers retraités. Les mêmes constatations s'appliquent dans une large mesure aux travailleurs étrangers. En outre, les dépenses de santé connaissent une progression « spontanée » élevée du fait de la puissance de la « supplier-induced demand » dans cette branche. Les prestations familiales ont également enregistré une croissance tendancielle très soutenue au cours des dernières années.

Conclusions

Les déficits des administrations publiques demeureraient substantiels en 2005 en dépit de la survenance de divers « chocs positifs », tels que l'installation au Luxembourg de firmes de commerce électronique, une nette embellie conjoncturelle ou encore la révision des comptes SEC 95 officiels des administrations publiques pour l'année 2003. Ces chocs positifs sont en effet contrecarrés dans une large mesure par (i) la forte diminution attendue du produit des impôts directs à charge des sociétés, qui résulte essentiellement de la résorption des soldes d'impôts liés aux années antérieures, (ii) une forte hausse « spontanée » des dépenses de sécurité sociale, qui devrait induire un étiolement progressif des substantiels excédents de la sécurité sociale, et (iii) une progression des dépenses de l'Etat central nettement plus élevée que la croissance du PIB au cours des dernières années. Une analyse préliminaire du projet de budget 2005 suggère que ce dernier ne constitue pas une rupture à cet égard. Les dépenses SEC 95 de l'Etat central devraient toutes autres choses égales par ailleurs s'accroître de quelque 13% de 2003 (compte provisoire) à 2005 (projet de budget et hypothèse d'une mise en œuvre partielle des dépenses des fonds). La présente embellie conjoncturelle est pourtant propice à la mise en œuvre d'un encadrement plus strict des dépenses, qui permettrait d'assurer une convergence vers une position proche de l'équilibre ou en surplus. Il est essentiel que la prochaine actualisation du programme de stabilité renferme une stratégie détaillée et crédible visant à la réalisation de cet objectif, qui revêt une considérable importance dans une petite économie ouverte, vulnérable à d'éventuels chocs asymétriques, et où la soutenabilité à terme de la sécurité sociale n'est nullement garantie.

Annexe 1. Recettes et dépenses des fonds et des établissements publics en cas d'exécution intégrale des programmes de dépense des fonds

En millions d'euro

Fonds	2003				2004				2005			
	Compte provisoire		Budget définitif		Compte provisoire		Budget définitif		Projet de budget		Compte provisoire	
	Dotations	Emprunts	Autres recettes	Dépenses	Dotations	Emprunts	Autres recettes	Dépenses	Dotations	Emprunts	Autres recettes	Dépenses
Fonds de la coopération au développement	77,5			99,1	99,1			99,1	111,9			121,9
Fonds d'équipement militaire	1,5			0,0	5,0			6,9	22,0			21,7
Fonds pour les monuments historiques	10,1			16,4	10,0			10,5	10,0			14,1
Fonds de crise	0,0			0,0	0,0			0,0	0,0			0,0
Fonds des pensions	227,7		87,0	326,4	235,0		91,6	330,0	260,0		91,4	351,5
Fonds communal de péréquation conjoncturelle	0,0		1,0	0,0	0,0		1,2	0,0	0,0		1,2	0,0
Fonds communal de dotations financières	266,5			266,5	270,5			270,5	313,7			313,7
Fonds spécial de la pêche	0,1			0,0	0,1			0,2	0,1			0,2
Fonds cynégétique	0,0			0,0	0,0			0,0	0,0			0,0
Fonds pour la gestion de l'eau	49,0			22,8	30,0			35,0	10,0			35,0
Fonds spécial des eaux frontalières	0,1			0,0	0,1			0,1	0,1			0,1
Fonds d'équipement sportif national	21,2			8,8	21,0			40,7	23,5			23,5
Fonds pour les investissements socio-familiaux	50,9			54,7	50,8			96,6	53,3			121,9
Fonds d'assainissement surendettement	0,1			0,1	0,1			0,1	0,1			0,1
Fonds d'investissements sanitaires et sociaux	11,0			3,8	6,0			10,2	6,5			14,8
Fonds des investissements hospitaliers	38,5			49,2	37,0			211,8	37,0			104,9
Fonds spécial de la chasse	0,4			0,4	0,6			0,6	0,4			0,3
Fonds pour la protection de l'environnement	4,2			13,8	4,2			34,9	4,5			14,1
Fonds pour l'emploi	167,0		138,9	263,0	98,8		142,2	311,5	101,8		183,8	337,7
Fonds d'orientation agricole	25,0			48,5	15,9			9,3	20,0			32,2
Fonds d'investissements publics administratifs	10,0			87,3	9,0			110,2	10,0			119,3
Fonds d'investissements publics scolaires	65,0			66,4	45,0			76,5	45,0			104,5
Fonds des routes	70,0			151,6	0,0	70,0		108,3	10,0	100,0		141,2
Fonds rural	151,0		73,9	186,2	90,0	50,0	66,0	234,9	104,0	100,0	54,7	272,9
Fonds des raccordements ferroviaires	10,0			0,0	10,0			80,0	5,0			40,0
Fonds pour la loi de garantie	22,0		14,1	49,9	1,0		26,6	64,5	2,0		6,0	56,7
Fonds pour la promotion touristique	6,6			5,8	6,8			6,8	7,0			7,0
Etablissement public Belval Ouest	0,0			0,0	0,2			0,2	0,2			0,2
Fonds Kirchberg	0,8			0,8	2,2			2,2	1,0			1,0
Fonds remboursement des biens saisis	4,4			4,4	0,0			0,0	0,0			0,0
Fonds nat. soutien production audiovisuelle	4,5			4,5	0,0			0,0	0,0			0,0
Fonds pour la réforme communale	0,0			0,0	0,1			0,1	0,1			0,1
Total	1296,2	0,0	315,0	1722,8	1037,5	120,0	327,6	2450,6	1159,1	200,0	337,1	2250,7
dont opérations courantes	842,6	0,0	300,9	1046,6	795,6	50,0	301,1	1128,3	883,1	100,0	331,1	1226,6
dont opérations en capital	453,6	0,0	14,1	676,0	241,9	70,0	26,6	1022,3	275,9	100,0	6,0	1024,1
Dépenses fonds d'investissement				416,0				435,6				566,9
Dépenses autres fonds				1306,6				1715,0				1683,8
Saldo des fonds spéciaux				-111,4				-795,5				-754,6

Sources : Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat 2005, calculs BCL

Notice méthodologique

Les dotations reprennent les transferts de l'Etat central au sens strict aux fonds et aux établissements publics, tels qu'ils apparaissent au budget des dépenses. En cas de divergence entre le montant repris au budget des dépenses et le montant figurant en annexe du projet de budget, c'est le montant inscrit au budget proprement dit qui est retenu. Cette pratique est particulièrement importante en ce qui concerne le fonds communal de dotation financière et le fonds des pensions. Pour ces deux fonds, les dépenses annoncées sont recalibrées dans les mêmes proportions, afin de ne pas biaiser le calcul du déséquilibre entre les recettes et les dépenses des fonds. Enfin, il est supposé que les dépenses des établissements publics, qui ne figurent pas en annexe du budget, seront égales à leurs recettes.

Le fonds de la dette publique n'est pas considéré au tableau du fait de la nature particulière de ses dépenses, qui consistent souvent en amortissements de la dette publique.

La classification entre opérations courantes et en capital est assez immédiate en ce qui concerne les dotations de l'Etat, car le budget des dépenses de ce dernier renferme déjà une telle ventilation. Pour la classification des recettes et des dépenses programmées des fonds et des établissements publics, le critère décisif est cette même classification des dotations de l'Etat. Il est supposé que toutes les transactions d'un fonds qui relèvent des opérations courantes (en capital) dans le budget des dépenses de l'Etat central au sens strict sont des transactions courantes (en capital). Une reclassification opérée au niveau de chaque fonds ou établissement n'est pas possible à ce stade faute d'informations suffisantes sur la composition des dépenses programmées.

Les tranches de l'emprunt de 200 millions d'euros qui seront attribuées aux fonds des routes et du rail n'ont pas été intégrées aux recettes figurant au tableau, car elles ne constituent pas des recettes budgétaires au sens économique ou statistique du terme.

Fautes de données afférentes reprises à l'annexe du projet de budget 2005, le fonds relatif au mécanisme de Kyoto n'est pas repris au tableau.

Sources : Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat 2005, calculs BCL.

Annexe 2. Recettes et dépenses des fonds et des établissements publics en cas de mise en œuvre partielle des programmes des fonds (hypothèse retenue dans les projections préliminaires de la BCL).

En millions d'euros

Fonds	2003				2004				2005			
	Caractéristiques		Dépenses		Budget déficitaire		Dépenses		Projet de budget		Dépenses	
	Dotations	Emprunts	Autres recettes		Dotations	Emprunts	Autres recettes		Dotations	Emprunts	Autres recettes	
Fonds de la coopération au développement	77,5			90,1	90,1			90,9	111,9			91,4
Fonds d'équipement militaire	1,5			0,0	5,0			4,1	22,0			16,3
Fonds pour le mouvement bancaire	10,1			16,4	10,0			10,8	10,0			12,7
Fonds de crise	0,0			0,0	0,0			0,0	0,0			0,0
Fonds des pensions	227,7		87,0	326,4	235,0		91,6	330,0	260,0		91,4	351,5
Fonds communal de prévoyance conjoncturelle	0,0		1,0	0,0	0,0			0,0	0,0		1,2	0,0
Fonds communal de dotation financière	268,5			268,5	270,5			270,5	313,7			313,7
Fonds spécial de la pêche	0,1			0,0	0,1			0,1	0,1			0,2
Fonds cynégétique	0,0			0,0	0,0			0,0	0,0			0,0
Fonds pour la gestion de l'eau	49,0			22,8	30,0			21,0	10,0			26,3
Fonds spécial des eaux frontalières	0,1			0,0	0,1			0,1	0,1			0,1
Fonds d'équipement sportif national	21,2			9,8	21,0			24,4	29,5			17,6
Fonds pour les investissements socio-familiaux	50,9			54,7	50,8			50,0	53,3			91,4
Fonds d'investissement surendettement	0,1			0,1	0,1			0,1	0,1			0,0
Fonds d'investissements sanitaires et sociaux	11,0			3,8	6,0			10,5	6,5			13,3
Fonds des investissements hospitaliers	39,5			49,2	37,0			127,1	37,0			78,7
Fonds spécial de la chasse	0,4			0,4	0,6			0,5	0,4			0,2
Fonds pour la protection de l'environnement	4,2			13,8	4,2			21,0	4,5			10,6
Fonds pour l'emploi	167,0		138,9	263,0	98,8		142,2	311,5	101,8		103,8	337,7
Fonds d'orientation agriculture	26,0			48,5	15,9			5,6	20,0			24,1
Fonds d'investissements publics administratifs	10,0			87,3	9,0			113,4	10,0			107,4
Fonds d'investissements publics scolaires	85,0			85,4	45,0			76,7	45,0			94,1
Fonds de culture	70,0			151,8	0,0	70,0		111,4	10,0	100,0		127,1
Fonds du rail	151,0		73,9	186,2	90,0	60,0	66,0	241,7	104,0	100,0	54,7	345,6
Fonds des raccordements ferroviaires	10,0		0,0	0,0	10,0			48,0	5,0			30,0
Fonds pour la loi de garantie	22,0		14,1	49,5	1,0		26,5	39,7	2,0		6,0	42,6
Fonds pour la promotion touristique	6,6			5,8	6,8			4,1	7,0			5,3
Etablissement public Belval Quare	0,0			0,0	0,2			0,1	0,2			0,2
Fonds Kirchberg	0,8			0,8	2,2			1,9	1,9			0,8
Fonds recouvrement des biens saisis	4,4			4,4	0,0			0,0	0,0			0,0
Fonds nat. soutien production audiovisuelle	4,5			4,5	0,0			0,0	0,0			0,0
Fonds pour la diffusion communale	0,0			0,0	0,1			0,1	0,2			0,2
Total	1 256,2	0,0	315,0	1 571,2	1 017,5	1 100,0	327,5	1 691,4	1 155,1	200,0	337,1	2 138,8
dont opérations courantes	842,5	0,0	300,9	1 048,2	795,8	50,0	307,1	1 094,6	865,1	100,0	331,1	1 166,4
dont opérations en capital	413,6	0,0	14,1	625,2	241,9	70,0	26,5	796,8	276,9	100,0	6,0	972,4
Dépenses fonds d'investissement				416,0				444,0				527,6
Dépenses autres fonds				1 155,2				1 247,4				1 611,2
Saldo des fonds spéciaux				-111,4				-52,3				-542,7

Sources : Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat 2005, calculs BCL.

Notice méthodologique

Le tableau est établi de la même manière que le tableau de l'annexe 1, la seule différence étant la mise en œuvre partielle des programmes de dépense des fonds. Il a été supposé que le taux de réalisation des dépenses des six fonds d'investissement repris dans l'exposé introductif du budget sera proche de 100% en 2004 et égal à 90% en 2005. Les taux relatifs au fonds des pensions, au fonds pour l'emploi et au fonds communal de dotation financière sont proches de 100%. Ils dépendent notamment de l'évolution postulée par la BCL du chômage, des pensions publiques et du produit des trois impôts qui déterminent l'évolution du transfert aux communes auquel procède le FCDF. Enfin, les taux de réalisation retenus pour les autres fonds se montent à 60 et à 75% en 2004 et en 2005, respectivement.

Sources : Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat 2005, calculs BCL.

2 Place financière et stabilité financière

2.1 PLACE FINANCIERE

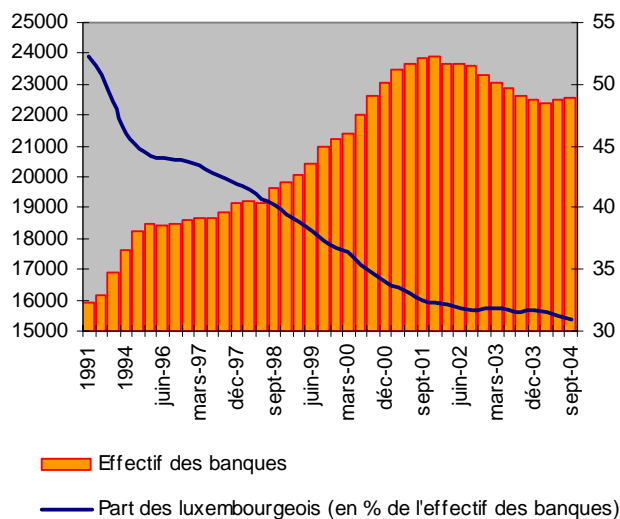
2.1.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

La situation dans les banques

L'effectif des banques luxembourgeoises est passé de 22 470 unités à 22 534 entre juin et septembre 2004, soit une création nette de 64 emplois (+0,29%). Il s'agit de la seconde hausse consécutive après celle survenue entre mars et juin 2004 (+0,39%). Les principaux indicateurs macroéconomiques, ainsi que les profits semestriels annoncés par la plupart des banques, laissent entrevoir la fin d'un cycle de pertes d'emplois. Il faut toutefois rester prudent avant d'évoquer l'existence d'un cycle de créations d'emploi au regard des tensions internationales qui peuvent venir hypothéquer une reprise économique et boursière robuste, condition nécessaire à la bonne santé des banques luxembourgeoises. De plus, les dernières évolutions de l'activité bancaire internationale font état de possibles mises en place d'opérations de fusions-acquisitions, en particulier en Allemagne, laissant ainsi augurer des répercussions sur la place bancaire luxembourgeoise (les banques allemandes représentent près du tiers du nombre total d'établissements de crédits actifs au Luxembourg). Peu d'effets sont à attendre d'un rapprochement entre entités à activités complémentaires ; en revanche dans l'hypothèse de fusions entre entités de mêmes tailles et opérant sur une même activité, les effets sur l'emploi peuvent devenir négatifs.

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

Graphique 4 Evolution de l'effectif des banques et de la part de l'emploi luxembourgeois



Source : BCL

La situation dans les PSF

A l'heure actuelle nous ne disposons que des chiffres relatifs au 30 juin 2004.

Pour les professionnels du secteur financier (PSF), l'effectif s'établit à 4 933 unités au 30 juin 2004, laissant apparaître une progression de l'emploi de 121 unités (soit 2,5%). Il convient de tempérer cette tendance en raison de l'existence d'un effet de base assez conséquent durant tout le premier semestre 2004. Ainsi, la croissance de l'emploi au premier trimestre 2004 avait été favorisée par une extension très large du périmètre de recensement (24 nouvelles entités totalisant 392 emplois). Le deuxième trimestre 2004 fut à son tour marqué par une progression de la base de calcul de 11 entités, représentant 164 emplois. L'effectif du secteur des PSF affiche par conséquent une hausse globale de 121 unités, soit 2,5 %, qui se transforme en une baisse de 43 unités (soit 0,9 %) si l'on poursuit une observation à périmètre constant.

La base de calcul de l'effectif des PSF évolue en raison de l'application d'une nouvelle loi du 2 août 2003 relative à l'externalisation de certaines activités et qui vient en modification des lois du 5 avril 1993, du 23 décembre 1998 et du 31 mai

1999. Son entrée en vigueur au 1^{er} octobre 2003 s'est traduite par un rattachement au secteur financier d'un certain nombre d'activités connexes ou complémentaires par rapport à l'activité financière au sens strict. Cela suppose que l'intégralité du secteur financier soit soumise au contrôle prudentiel de la CSSF.

Par conséquent : il découle de ces effets que l'ensemble du secteur financier se trouve plutôt dans un contexte de relative stabilité de l'emploi plutôt que dans celui d'une franche reprise. Compte tenu des évolutions récentes des effectifs dans ce secteur, cela doit néanmoins être salué.

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

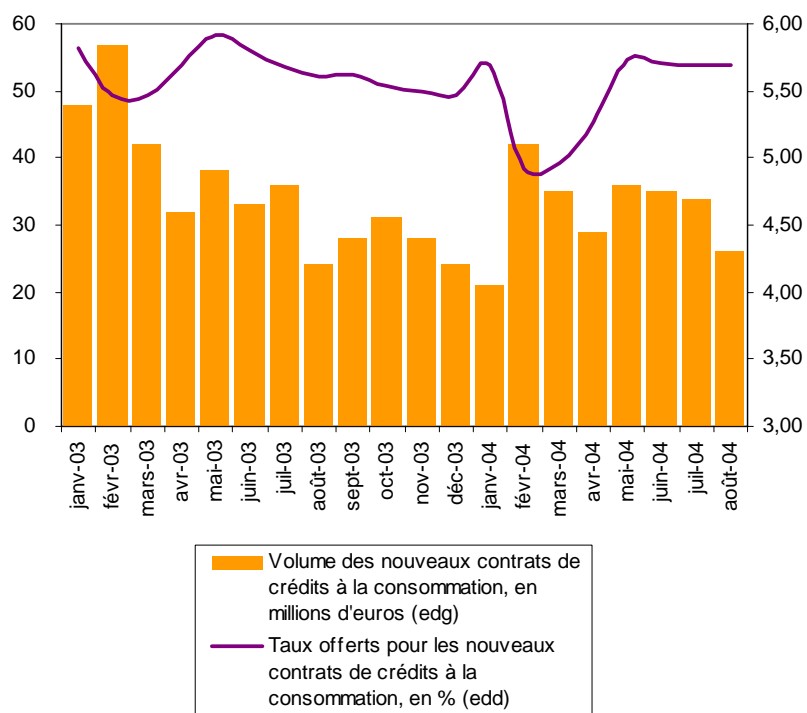
La tendance générale

Entre juillet et août 2004, pour les crédits, l'ensemble des taux variables ou dont la période de fixation n'excède pas 1 an, ont affiché une hausse modérée, tandis que les taux à moyen terme affichaient une légère détente. La rémunération des dépôts à court terme est plutôt baissière.

Les crédits à la consommation

Le taux d'intérêt moyen des crédits à la consommation dont la durée de fixation du taux est comprise entre un et cinq ans, affichent une légère diminution de 1 point de base entre juillet et août 2004. Il s'agit du troisième mois consécutif de détente des taux d'intérêt sur ce segment, après une forte progression de 77 points de base entre mars et mai 2004. (Soulignons toutefois que les taux d'intérêt des crédits à la consommation atteignent des niveaux généralement bas en février et mars, en raison des différents salons (automobile, meuble) qui se tiennent au Luxembourg, puis reviennent à des niveaux conformes aux conditions de marché). A l'origine de cette baisse se trouve une détente des taux longs de la zone euro, perceptible depuis juin 2004, et qui se traduit par des anticipations des banques favorables aux consommateurs.

Graphique 5 *Evolution des taux et des volumes des crédits à la consommation avec une période de fixation du taux d'intérêt (pfti) comprise entre un et cinq ans.*

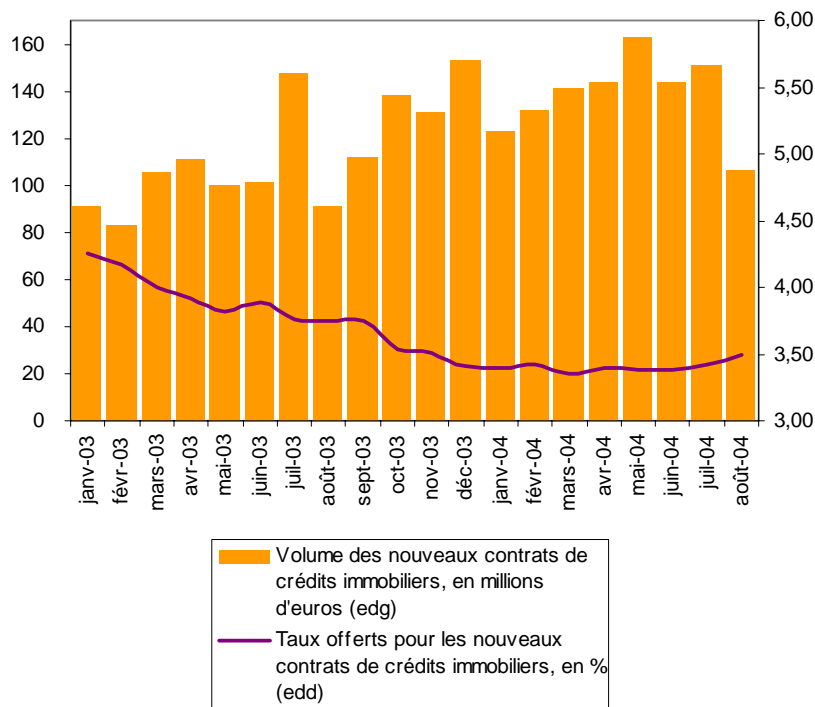


Source : BCL

Les crédits immobiliers et les autres crédits

En revanche, le coût des crédits immobiliers et des autres crédits, dont les taux sont variables ou fixés pour une durée n'excédent pas un an, ont progressé de respectivement 6 et 8 points de base entre juillet et août 2004, alors même que les taux du marché monétaire se détendaient de 3 points base en moyenne sur cette période. Ces derniers avaient progressé de 4 points base entre juin et juillet 2004 et il est possible que cet effet se soit produit avec un décalage temporel.

Graphique 6 *Evolution des taux et des volumes des crédits immobiliers avec une pfti inférieure à un an.*

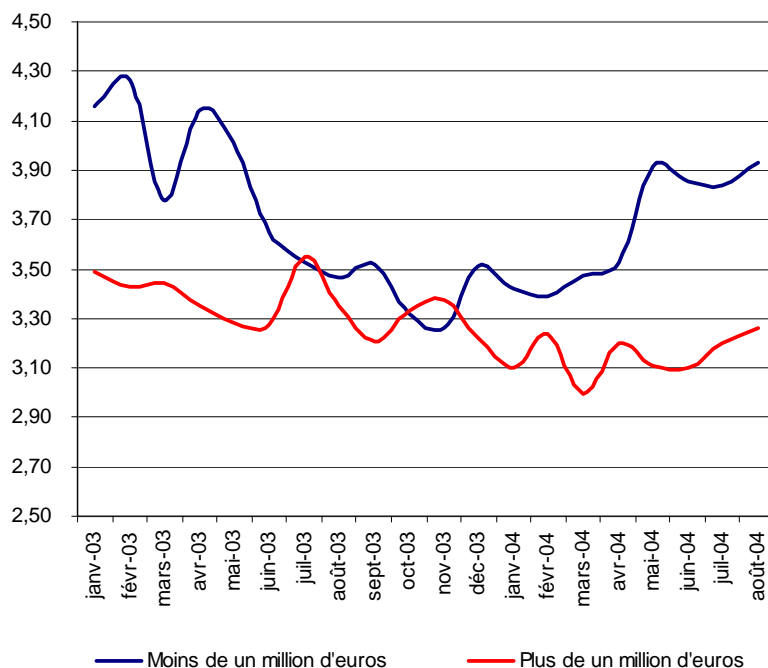


Source : BCL

Les crédits aux sociétés non-financières

En ce qui concerne les crédits aux sociétés non-financières, ils ont connu une évolution comparable à celle des crédits immobiliers et des autres crédits. Le taux variable moyen a atteint 3,93% en août 2004 pour les crédits d'un montant inférieur à un million d'euros et 3,26% pour les crédits d'un montant supérieur à un million d'euros, contre respectivement 3,84% et 3,20% en juillet 2004. Cette évolution s'explique en grande partie par le durcissement des critères d'octroi de crédits aux entreprises par les banques, en raison notamment des risques que ces dernières perçoivent en provenance de l'environnement économique général. La forte volatilité des taux sur la catégorie des crédits de moins de un million d'euros s'explique par une maturité moyenne plus faible, ainsi que par l'existence de primes de risque variables d'une entreprise à l'autre sur ce type de contrat.

Graphique 7 Evolution des taux des crédits aux sociétés non-financières (SNF) avec une pfti inférieure à un an.

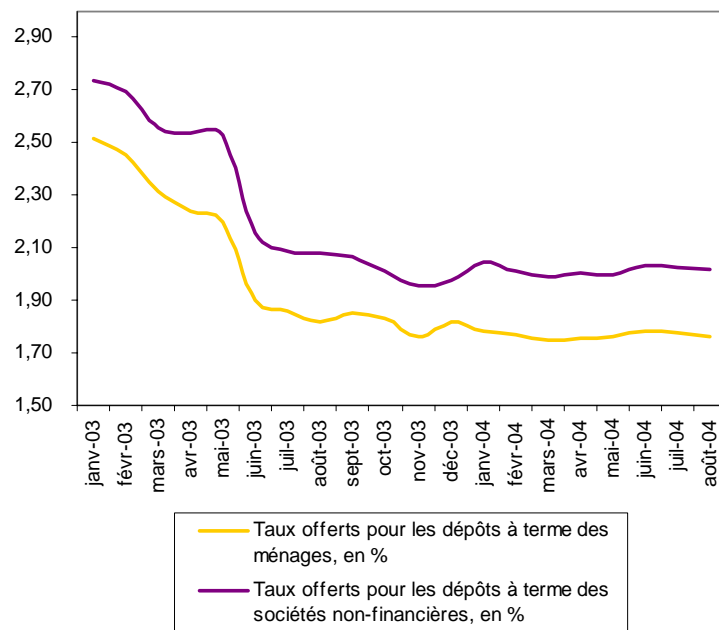


Source : BCL

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

La rémunération des dépôts à terme d'échéances inférieures à un an des ménages a très légèrement diminué entre juillet (1,78%) et août 2004 (1,76%), après deux mois consécutif de stagnation. En ce qui concerne la rémunération des dépôts des sociétés non-financières, le constat est identique avec une baisse de 1 point de base entre juillet (2,03%) et août 2004 (2,02%). Ces évolutions sont tout à fait conforme avec la situation observable sur le marché monétaire.

Graphique 8 *Evolution des taux offerts pour les dépôts à terme de maturité inférieure à un an des ménages et des sociétés non-financières.*



Source : BCL

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

Une analyse préliminaire des chiffres provisoires disponibles au 22 octobre 2004 évalue le résultat brut avant provisions du secteur bancaire luxembourgeois à € 2.845 millions.

Le climat boursier international qui influence largement les résultats des banques luxembourgeoises a changé favorablement depuis le troisième trimestre 2003. Cette reprise des marchés a été influencée par les résultats positifs des entreprises pour la fin de 2003. Cette évolution s'est prolongée pendant le premier trimestre 2004 pour se transformer dans un mouvement latéral lors du deuxième et troisième trimestre 2004. Ce mouvement latéral résulte d'un côté de données macroéconomiques favorables et d'autre part de fluctuations dues aux incertitudes géopolitiques ainsi que de l'envolée d'autres marchés tels que le marché des matières premières.

Tableau 6**Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois¹⁾²⁾³⁾ (en millions d'euros)**

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

Source: BCL

1) Résultats des établissements de crédit luxembourgeois à l'exclusion des succursales.

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

3) Sur base des chiffres disponibles au 22 octobre 2004.

Pour la marge d'intérêts, la diminution de 7,3% par rapport à septembre 2003 reste en ligne avec les chiffres constatés pour juin 2004 par rapport à juin 2003 (-8,1%). Le recul de la marge d'intérêts s'explique pour un tiers par la diminution des revenus de participations suite au désengagement à l'étranger de certaines banques luxembourgeoises diminuant de cette façon le niveau des dividendes perçus. L'essentiel de la diminution des revenus d'intérêts reste toutefois attribuable au niveau historiquement bas des taux d'intérêt qui sont à la base de la faiblesse continue de la rémunération sur les marchés monétaires et des marchés obligataires. Ainsi, la marge sur intérêt est en régression de 7,3% et atteint 2 748 millions d'euros au 30 septembre 2004 contre 2 964 millions d'euros à la même date de l'année précédente. Fin septembre 2004, les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 21 749 millions d'euros (en baisse de 17,2% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient un montant de 19 001 millions d'euros (en diminution de 18,5% par rapport au 30 septembre 2003). Considérant ces différents développements, la marge sur intérêts, tout en diminuant en valeur absolue, maintient son importance relative, qui s'élève à 50,7% au 30 septembre 2004, dans le résultat brut.

Le résultat hors intérêts a été marqué par une hausse du solde net sur commissions et une hausse des revenus sur réalisations de titres ainsi que par une baisse considérable des revenus nets sur divers. Le solde sur commissions, qui est

fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et par les fonds d'investissements pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire et pour certaines d'administration centrale, a su profiter des conditions plus robustes présentes sur les marchés financiers et du regain de l'activité boursière déjà constatée au premier et deuxième trimestre 2004. Ces facteurs expliquent la hausse des commissions qui se chiffre à 203 millions d'euros (+10,8%) sur 12 mois, soit 1 881 millions d'euros au 30 septembre 2003 contre 2 084 millions d'euros un an plus tard. Le développement favorable des commissions perçues est confirmé par une hausse continue de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques. La valeur nette d'inventaire des OPC a franchi le cap des 1 000 milliards d'euros au premier trimestre 2004 pour s'établir à 1 053 milliards d'euros fin août 2004.

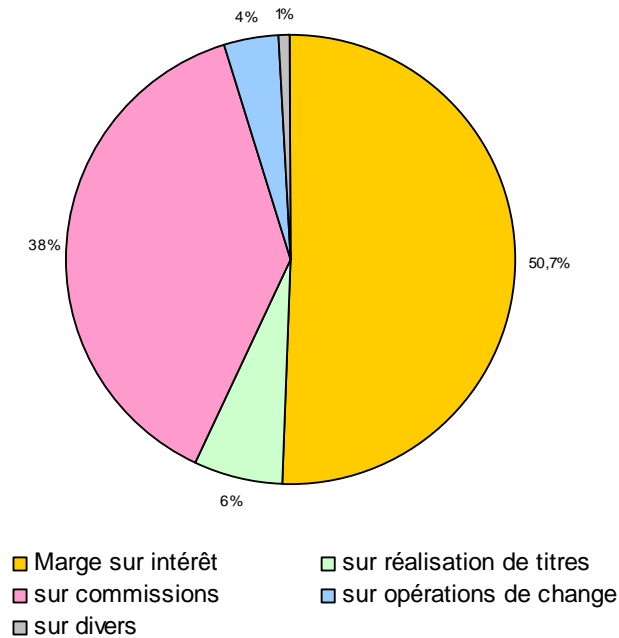
Les revenus nets sur divers subissent une diminution de -84,3% ou 220 millions d'euros entre septembre 2003 et septembre 2004. Cette baisse est principalement due à l'absence en 2004 de ventes de participations par les banques de la place.

Le résultat brut, couvrant l'ensemble des revenus bancaires de la place, diminue de 3,3% pour s'établir à 5 423 millions d'euros au 30 septembre 2004. Abstraction faite d'éléments non récurrents, il se maintient globalement au niveau atteint l'année passée.

Au niveau des frais, la tendance au contrôle des coûts, déjà observée précédemment, se confirme. La majorité de la hausse des coûts est imputable aux frais de personnel: alors que l'effectif progresse en base trimestrielle (+0,29%), il est toujours faiblement inférieur (-58 unités) aux niveaux constatés pour septembre 2003. Ainsi, les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) montrent une hausse modique de 0,8% (+19 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 2 339 millions d'euros au 30 septembre 2004 contre 2 320 millions d'euros un an plus tôt. Cette hausse observée s'explique en partie du moins par une indexation des salaires (+2,5%) survenue au troisième trimestre 2003. La tranche de l'échelle mobile des salaires étant venue à échéance au premier septembre 2004 et entraînant une majoration de 2,5% des salaires au premier octobre 2004 ne montrera son effet sur le compte des profits et pertes qu'au dernier trimestre 2004.

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

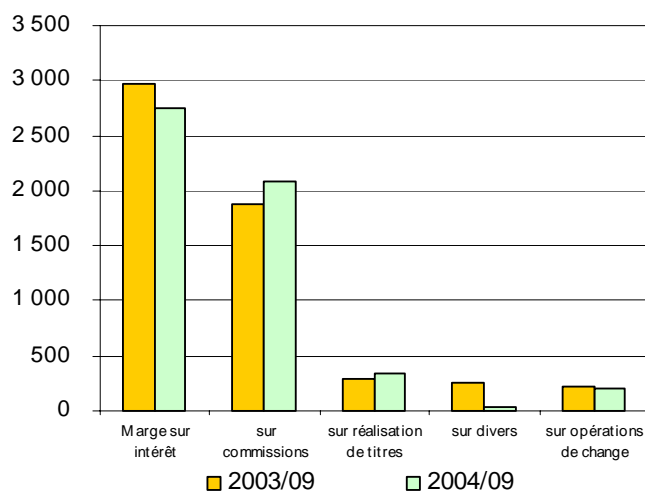
Graphique 9 *Pondération des principales composantes dans les revenus bancaires au cours du troisième trimestre de 2004¹*



1) Sur base des chiffres disponibles au 22 octobre 2004

Source : BCL

Graphique 10 Evolution et ventilation des principales composantes des revenus bancaires au cours des trois premiers trimestres de 2003 et 2004¹ (en millions d'euros)



1) Sur base des chiffres disponibles au 22 octobre 2004

Source : BCL

La constitution nette des provisions influençant le niveau des impôts sur le revenu et le bénéfice est en régression de 23,3% par rapport au troisième trimestre 2003.

Il s'avère intéressant de remarquer que le poste «provisions d'impôts» des établissements de crédit s'élève à 1 280 millions d'euros au 31 décembre 2003 par rapport 2 199 millions d'euros au 31 décembre 2000. Nous constatons ainsi une baisse continue des provisions pour impôts de 41,8 % en trois ans. En même temps, cette baisse des provisions pour impôts peut donc être interprétée comme diminution des recettes futures de l'Etat. Les raisons pour cette évolution peuvent être d'abord l'impact de la réforme fiscale et puis la réduction des délais lors de la collecte des impôts directs. D'ailleurs ce deuxième effet semble avoir plus d'impact vu que l'impôt effectivement payé n'a pas varié dans les mêmes proportions.

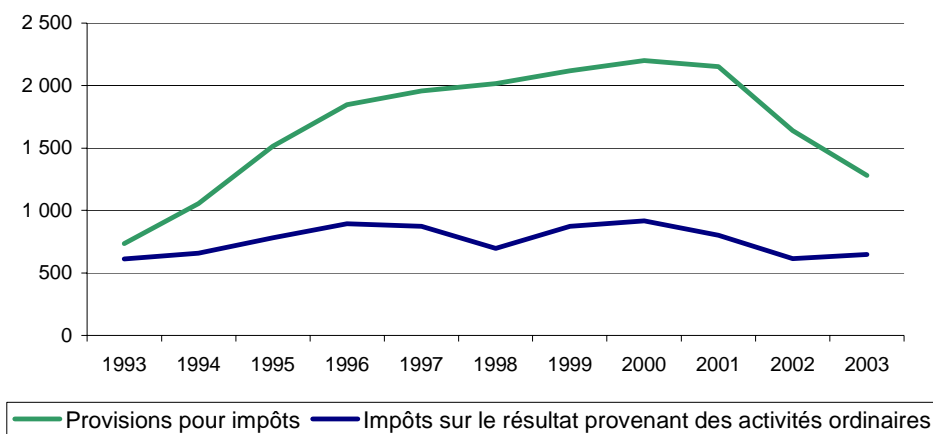
Tableau 7 *Evolution des constitutions de provisions pour impôts des établissements de crédit luxembourgeois¹*

Période	Provisions pour impôts ¹⁾
déc-93	735
déc-94	1 057
déc-95	1 513
déc-96	1 846
déc-97	1 957
déc-98	2 017
déc-99	2 117
déc-00	2 199
déc-01	2 151
déc-02	1 638
déc-03	1 280

1) en millions d'euros

Source: BCL

Graphique 11 *Evolution des constitutions de provisions et des impôts sur le résultat des établissements de crédit luxembourgeois¹*



1) en millions d'euros

Source : BCL

2.1.4 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

La croissance du nombre des OPC luxembourgeois, observée au cours du premier semestre de l'année en cours, s'est nettement renforcé au cours des mois juillet à août. Face à l'augmentation nette de 39 unités au cours du premier semestre 2004, la période de juin à août 2004 se caractérise par un accroissement de 27 unités, pour s'élever ainsi à 1 936 unités au 31 août 2004. Par rapport au 31 août de l'année précédente, où le nombre d'unités actives sur la place avait atteint de 1 925 on notera une hausse de 11 unités.

Tableau 8 *Evolution du nombre et de la valeur nette d'inventaire des OPC⁵*

En fin de période	2003		2004							
	août	déc.	jan.	fév.	mars	avril	mai	juin	juillet	août
Nombre d'OPC	1 925	1 870	1 869	1 892	1 898	1 904	1 910	1 909	1 924	1 936
Valeur nette d'inventaire en EUR millions	923 837	953 302	987 655	1 006 102	1 032 772	1 037 306	1 026 667	1 046 820	1 039 158	1 053 042

Source : *Commission de Surveillance du Secteur Financier*

L'évolution de la valeur nette d'inventaire

Après un départ prometteur au cours du premier trimestre de l'année 2004, l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissements a connu une période contrastée jusqu'à fin d'août. De juin à août 2004, période au cours de laquelle les grands indices boursiers mondiaux montrent une tendance négative, le patrimoine global des OPC luxembourgeois a évolué, à l'exception de juillet, de façon positive. Ce dernier affiche un renforcement entre la fin juin et la fin août 2004 de 6 222 millions euros (+0.6%) pour s'élever à un niveau de 1 053 042 millions d'euros.

Ce développement favorable du volume des actifs nets sous gestion ne peut pas être pris pour acquis pour le reste de l'année. La perte de vitesse des indices boursiers, entamée au mois d'avril, devrait à nouveau freiner le développement

⁵ Les données pour septembre 2004 ne sont pas encore disponibles

favorable du volume des actifs nets au cours des mois à venir. Les incertitudes des marchés quant à la reprise économique, apparus avec la flambée des prix pétroliers, ont provoqué un frein aux investissements de la clientèle. Ce ralentissement est déjà perceptible au niveau de l'investissement net moyen en capital qui se chiffrait encore à 13,2 milliards d'euros observée au premier trimestre 2004, qui s'est contracté à 8,5 milliards d'euros au cours de deuxième trimestre et qui n'est plus que 5,4 milliards au cours des mois juillet à août 2004. Néanmoins, le mois août montre l'optimisme des investisseurs qui ont souscrit des parts d'OPC net en capital de 10,3 milliards d'euros, le montant le plus élevé depuis avril 2004. C'est tendance anticyclique des investisseurs doit être mise en relation avec les indices des marchés boursiers qui montrent leur point le plus bas de l'année 2004 au milieu du mois d'août.

Les OPC monétaires

Le nombre des OPC ou compartiments monétaires a diminué de façon quasi constante de 431 en août 2003 pour arriver à 409 à la fin d'août 2004. Cette évolution s'accompagne d'un fléchissement de 3 392 millions d'euros de la somme des bilans (-2,0%) qui passe de 169 971 millions d'euros à 166 579 millions d'euros sur cette période d'août 2003 à 2004.

Les créances et le portefeuille de titres autres que les actions jouent prédominant dans la VNI⁶ au 31 août 2004 et représentent 161 298 millions d'euros ou 9,7% de l'actif net. La baisse préalablement mentionnée de la somme des bilans des OPC monétaires luxembourgeois se traduit par un fléchissement de 2 069 millions d'euros des deux positions précitées, tandis que le poste des autres créances augmente à concurrence de 1 426 millions d'euros. Au 31 août 2004, les encours des créances se chiffrent à 14 800 millions d'euros, le portefeuille de titres autres que les actions à 146 498 millions d'euros et les autres créances à 5 227 millions d'euros. Les parts d'OPC monétaires et le portefeuille d'actions ne représentent qu'une partie (54 millions d'euros) dans l'actif net des OPC monétaires luxembourgeois.

On notera également que d'un point de vue historique, le volume d'activité des OPC monétaires luxembourgeois se situe à un haut niveau, ceci en dépit des rendements historiquement bas des OPC monétaires et en réponse, d'autre part, aux incertitudes boursières renouvelées.

⁶ *Valeur Nette d'Inventaire*

2.2 STABILITE FINANCIERE

2.2.1 Introduction

1. L'analyse du secteur financier luxembourgeois d'un point de vue stabilité financière se base sur des indicateurs macroprudentiels au 30 juin 2004, élaborés semestriellement par la Banque centrale du Luxembourg. Elle montre la relative résistance des banques face à un environnement économique de croissance ralentie. Désormais, la situation au 30 septembre 2004 fait apparaître une légère régression de la rentabilité des banques. La solvabilité des banques continue à évoluer favorablement mais le résultat brut a baissé de 3,3% par rapport au 30 septembre 2003. Les frais généraux administratifs, en ce compris les frais de personnel, sont maintenus au même niveau ; la constitution nette de provisions nouvelles a été réduite.

Certains signes d'optimisme sont perceptibles au niveau international mais de potentielles turbulences financières, économiques ou politiques, de même que de multiples défis posés par des changements réglementaires et structurels sont susceptibles d'avoir un impact sur la stabilité financière. Une vigilance particulière de la part des acteurs de marché ainsi que des autorités reste de mise. Les risques de crise ne sont pas évidents, mais les conséquences potentielles pourraient être significatives.

Principaux indicateurs macroprudentiels⁷ au 30 juin 2004

2. L'analyse sur base des indicateurs macroprudentiels au 30 juin 2004 montre que le rendement sur avoirs (ROA - Return on assets) est resté stable au premier semestre 2004 par rapport au premier semestre 2003. En effet, le ratio « produit bancaire/total des actifs » s'élève à 0,6% en moyenne pondérée au 30 juin 2004 (1,2% en chiffres annualisés), et le ratio « résultat avant provisions / total des actifs » est de 0,4% (0,8% en chiffres annualisés) à cette même date. Ces ratios restent presque inchangés par rapport au 30 juin 2003.

La part de la marge sur intérêts dans le revenu total des banques perd en

⁷ Le tableau complet des indicateurs macroprudentiels au 30 juin 2004 se trouve en annexe. Les indicateurs se basent sur les banques de droit luxembourgeois.

importance et passe de 55,5% au premier semestre 2003 à 50,7% au premier semestre 2004 ; la part des revenus sur commissions passe en même période de 34,3% à 39,4%. La part relative aux revenus nets sur opérations financières s'élève à 9,9%⁸, en légère croissance.

Le ratio des frais généraux liés au produit bancaire, indicateur de l'efficacité opérationnelle, s'élève à 42,4% en moyenne pondérée de juin 2003 à juin 2004. Ce ratio continue à évoluer favorablement au regard de la moyenne des 15 Etats membres de l'Union européenne, qui s'élevait à 60,7% pour l'année 2003⁹.

La solvabilité des banques continue à s'améliorer. Le ratio atteint en moyenne pondérée 17,4% de juin 2003 à juin 2004, contre 16,1% de juin 2002 à juin 2003. Pour les banques de l'Union européenne des 15, ce ratio s'élève à 12,4% en 2003. En moyenne simple pour le secteur bancaire luxembourgeois, le ratio s'établit à 30,7%, en augmentation par rapport à la période précédente. En effet, les banques de petite taille tendent à montrer un ratio de solvabilité plus élevé que les grands établissements. L'adéquation des fonds propres des banques de droit luxembourgeois reste en moyenne largement au-dessus du seuil prudentiel de 8%.

Le stock moyen des corrections de valeur dans les livres des banques, et qui sont principalement constituées sur des contreparties non-bancaires, a été légèrement réduit pour représenter 15,2% par rapport aux fonds propres en moyenne pondérée de juin 2003 à juin 2004.

La part relative des créances garanties dans le total des créances est restée stable et s'établit à 16,8% en moyenne pondérée. Pour la clientèle non-bancaire, le ratio passe de 51,7% à 49,0% en moyenne pondérée. Pour les seules créances interbancaires, ce ratio, bien qu'en augmentation, reste limité.

Le rapport entre engagements importants¹⁰, qui constituent de loin la majorité des engagements du secteur bancaire, et les fonds propres, est resté plus ou moins constant au cours de la période sous revue pour s'élever à 1 009% en moyenne pondérée. La part des engagements importants à problèmes dans le total des

⁸ En 2003, au niveau de l'Union européenne des 15, la marge sur intérêts représente 51,6% et les commissions 21,1% du total des revenus (chiffres consolidés).

⁹ Chiffres consolidés

¹⁰ Engagements qui dépassent 6,2 millions d'euros ou 10% des fonds propres de la banque

engagements importants reste à un niveau faible de 0,5% en moyenne pondérée.

Le volume réel des crédits envers les entreprises non-financières poursuit sa baisse entamée en 2002, bien qu'à un rythme ralenti (-6,8%). Les crédits envers les ménages résidents continuent à afficher un taux de croissance réel supérieur à 10% en moyenne pondérée de juin 2003 à juin 2004, poussés notamment par la croissance du crédit immobilier.

La répartition des créances et titres de créance par secteurs est restée quasiment inchangée au cours des cinq dernières années : les contreparties du côté actif des banques de droit luxembourgeois continuent à se concentrer avec 70,7% du montant total sur les sociétés financières ; la part des ménages résidents reste limitée à 1,5%.

Les actifs sur pays émergents à risque¹¹ diminuent par rapport aux fonds propres; le ratio s'élève à 32,6% en moyenne pondérée pour la période allant de juin 2003 à juin 2004 contre 36,3% pour la période précédente avec un écart-type cependant élevé.

Suite au processus de consolidation et d'intégration des grands groupes bancaires, les relations intra-groupe, surtout au niveau des créances interbancaires, se sont intensifiées au cours des années sous revue et s'élèvent à 62,9% en moyenne pondérée de juin 2003 à juin 2004.

Quant aux risques de marché, les opérations financières dérivées, dont surtout les opérations liées aux cours de change et les opérations sur taux d'intérêt, ont augmenté et représentent 29 fois les fonds propres en moyenne pondérée. La valeur du portefeuille propre d'actions et d'autres valeurs mobilières à revenu variable par rapport aux fonds propres est en progression et représente 15% en moyenne pondérée. Les engagements nets en devises restent limités.

Le ratio de liquidité pour les banques de la Place est resté stable pendant la période sous revue et s'élève à 62% en moyenne pondérée, largement au-dessus de la norme prudentielle de 30%.¹² Le coefficient de transformation d'échéances, en légère augmentation, montre que la durée moyenne des actifs par banque est 5,5 fois plus longue que celle des passifs.

Le degré de concentration des activités bancaires, mesuré par le coefficient Gini, est

¹¹ Les pays à risque tels que définis par la circulaire CSSF 2000/23.

resté constant au cours de la période sous revue, face à une diminution moins importante voire une certaine stabilité du nombre des banques au cours des derniers mois. Ainsi, le coefficient Gini¹³ au niveau de la somme de bilan totale des banques de la Place s'élève à 0,77 fin juin 2004.

Sujets à relever

3. L'impact potentiel de crises financières majeures s'est fortement accru du fait du processus continu d'intégration dans tous les secteurs de l'économie. Le degré renforcé d'activité bancaire transfrontalière et l'émergence de groupes bancaires paneuropéens ont augmenté les liens systémiques entre les différents pays, impliquant un renforcement des canaux potentiels de contagion et de turbulences systémiques.

4. Le nouveau Statut de société européenne basé sur la directive n° 2001/86/CE, qui n'a pas encore vu sa transposition en droit national, pourrait avoir un impact sur le développement de la Place financière du Luxembourg mais est susceptible de poser de nouveaux défis aux autorités en matière de surveillance et de stabilité financière.

5. La directive n° 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière n'a pas encore été transposée en droit national. La directive prévoit notamment des procédures simples de constitution et d'exécution des sûretés afin d'éviter les effets de contagion des faillites atténuant ainsi les risques systémiques dans le marché financier.

6. Une attention particulière est à apporter aux activités de délocalisation (« outsourcing ») de services bancaires. Les différentes implications organisationnelles pour les banques résultant d'une délocalisation intra-groupe par opposition à une délocalisation vers des fournisseurs externes, ainsi que la concentration potentielle des activités délocalisées sur un même fournisseur externe méritent un suivi spécifique d'un point de vue stabilité financière.

¹² La moyenne simple, étant trop volatile dans son évolution, ne permet pas une analyse adéquate.

¹³ Le coefficient Gini prend une valeur entre 0 et 1. Une valeur de 0 signifie une distribution égale de l'activité mesurée parmi les banques. Plus la valeur se rapproche de 1, plus l'activité en question est concentrée

7. Le débat sur les « hedge funds » en tant que source potentielle de volatilité des marchés, s'est renforcé. Etant donné que les liens entre les banques et cette catégorie de fonds sont en augmentation, non seulement à travers des relations de financement, mais également à travers les marchés de transfert de risques de crédit, des problèmes au niveau de cette industrie de fonds ont le potentiel de propager de nouvelles sources de risques pour la stabilité du système financier.

8. La titrisation pourrait de son côté aussi connaître des développements importants. La nouvelle loi du 22 mars 2004 offre aux promoteurs un cadre juridique flexible et attractif permettant la titrisation des risques liés à tous types de biens, d'engagements ou d'activités.

9. Le mouvement de concentration au niveau des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres n'est pas sans défis en termes de risque systémique. De nouveaux standards à respecter au niveau européen par ces derniers systèmes viennent d'être approuvés par les banques centrales en charge du « oversight » et les autorités de surveillance dans ce contexte.

10. Finalement, étant donné leur rôle en matière de stabilité financière, avec entre autres comme objectif de préserver les mécanismes de transmission de la politique monétaire, il apparaît indispensable qu'une structure formalisée de coopération et d'échange d'informations réguliers entre banques centrales et autorités de surveillance soit en place sur le plan national, ceci en relation avec la prévention, l'évaluation et la gestion de crises financières. Cette structure pourra être complétée par des arrangements de coopération entre les autorités « home/host » concernant les institutions financières présentant une activité transfrontalière importante. La nécessité d'avoir en place de telles structures, recommandée par le Comité des services financiers de l'Union européenne, a fait l'objet d'une discussion au niveau d'un récent Comité Ecofin.

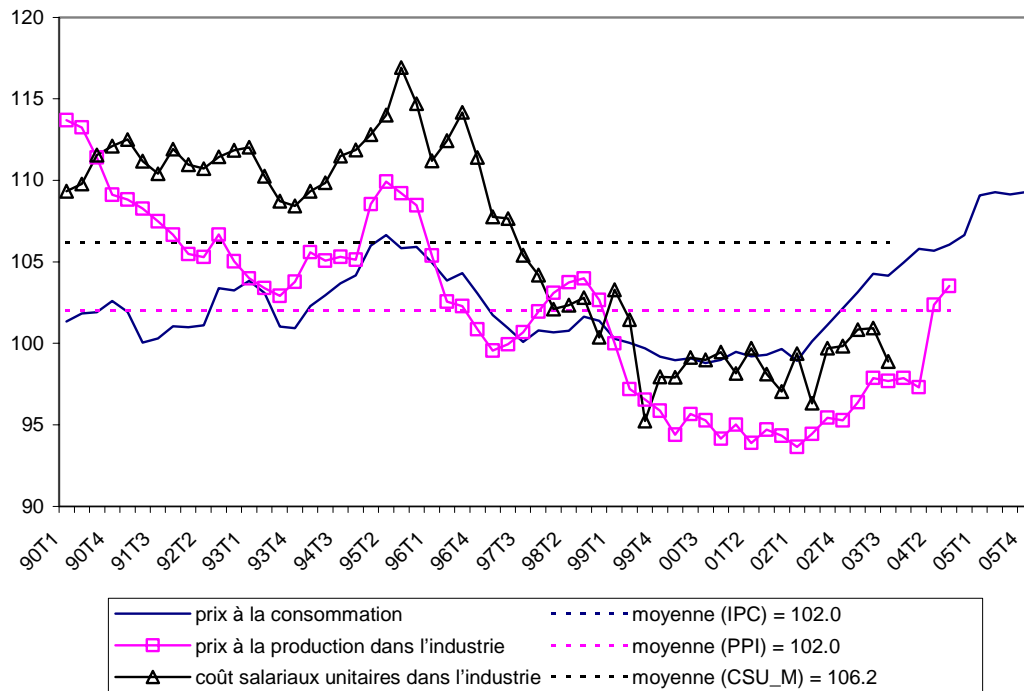
La Banque centrale du Luxembourg a fait début 2004 une proposition au Gouvernement et aux autorités de surveillance concernant la mise en place au niveau national d'un schéma de coopération dans l'optique précitée. Cette proposition n'a pas encore abouti à des résultats concrets.

3 Compétitivité du Luxembourg

Selon différents indicateurs du taux de change effectif réel, la situation compétitive de l'économie luxembourgeoise a continué à se détériorer pendant les derniers mois. Ces indicateurs fournissent une comparaison en devise commune des prix ou des coûts au Luxembourg et dans ses principaux partenaires commerciaux. Les indicateurs qui suivent sont calculés pour un groupe de 20 à 23 pays partenaires, selon la disponibilité des données. Signalons qu'une appréciation du taux de change effectif (mouvement vers le haut) représente une détérioration de la compétitivité du Luxembourg

Les trois séries normalement disponibles à fréquence mensuelle paraissent au graphique suivant: L'indicateur basé sur les indices des prix à la consommation (IPC), celui basé sur les indices des prix à la production dans l'industrie (PPI), et celui basé sur les coûts salariaux unitaires de l'industrie manufacturière (CSU_M). Il résulte du graphique que la détérioration de l'indicateur basé sur les prix à la consommation (NCI_CPI) a continué depuis décembre 2002 quand il a dépassé sa moyenne historique. En septembre 2004 cet indicateur excédait ce niveau de 4%. Selon les dernières projections (préliminaires), en 2005 cet indicateur du taux de change effectif réel devrait être supérieur de 7% à ce niveau. Il convient, peut être, de répéter que l'indice des prix à la consommation n'est pas un déflateur idéal pour les comparaisons de la compétitivité parce qu'il intègre beaucoup de biens qui ne font pas l'objet d'échanges commerciaux (y compris des services qui sont disponibles seulement localement) et parce qu'au Luxembourg une partie importante des biens de consommation est importée directement de l'étranger, tandis que beaucoup des biens et services exportés ne figurent pas dans l'indice des prix à la consommation.

Graphique 12 Indicateurs de compétitivité du Luxembourg (prix à la consommation, à la production et coût salariaux unitaires dans l'industrie)



Source : BCE, FMI, STATEC, calculs BCL

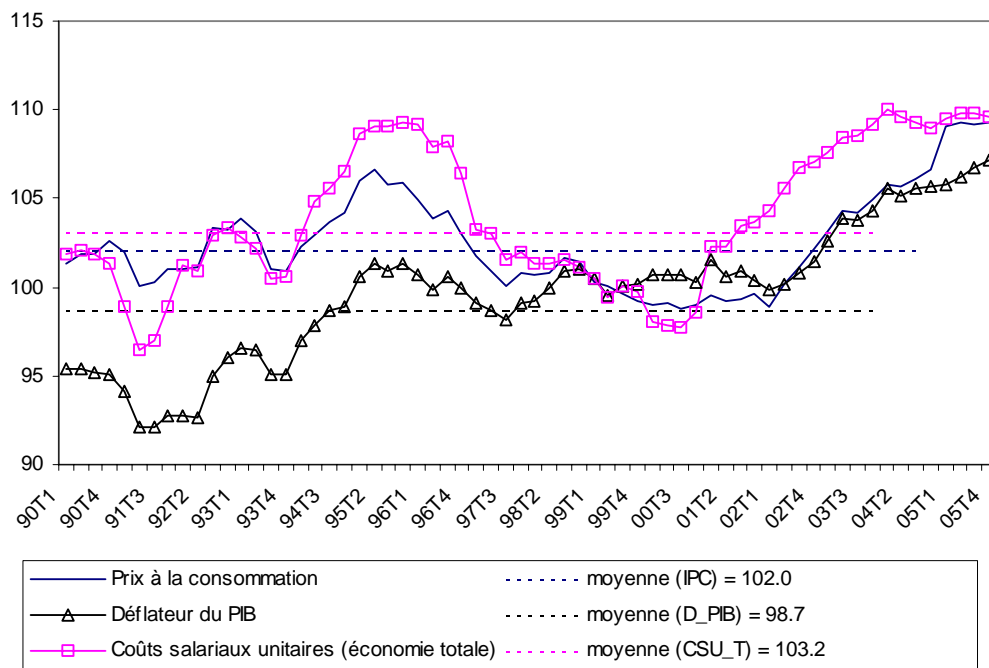
Les prix à la production dans l'industrie fournit un déflateur alternatif qui est limité à des biens plus susceptibles de faire l'objet d'échanges commerciaux. Selon cette mesure, la compétitivité du Luxembourg a entamé une détérioration à partir d'avril 2002, remontant à son niveau moyen historique en mai 2004. Notons que l'indicateur basé sur les prix à la production a un niveau moyen presque identique à celui de l'indicateur basé sur les prix à la consommation, même si les deux séries ont eu des évolutions très différentes. L'accélération récente des prix associée à certains biens intermédiaires (acier) ont poussé l'indicateur basé sur les prix à la production à dépasser son niveau moyen historique de 1.5% en juillet 2004

A nouveau, il convient de répéter que l'indice des prix à la production dans l'industrie a ses propres limitations dans les comparaisons de compétitivité. Premièrement, le secteur industriel au Luxembourg est beaucoup moins diversifié que dans ses

partenaires commerciaux, et donc la comparaison se fait sur des bases différentes. Deuxièmement, les prix à la production peuvent souffrir de distorsions reflétant le pouvoir de marché de certains producteurs qui leur permet d'ajuster leur marge pour compenser les fluctuations cycliques ou des taux de change bilatéraux. Au moins ce deuxième point peut être corrigé partiellement en préférant les coûts salariaux unitaires en tant que déflateur, vu que ceux-ci sont moins sujets à des telles politiques de marge et donc plus directement liés au concept de compétitivité. Cependant, sur cette mesure l'indicateur de compétitivité du Luxembourg ne peut pas être calculé pour les périodes suivant 2003T4 (manque de données). Au moins il est possible de remarquer que cet indicateur a fluctué à un niveau relativement stable depuis la forte amélioration de la compétitivité entre 1995 et 1999. Enfin, il est indispensable de reconnaître que les exportations de services du Luxembourg sont au moins aussi importantes que ces exportations de biens, de façon que l'indicateur de compétitivité basé sur les prix ou les coûts dans l'industrie fournissent des comparaisons sur une base très limitée. Les déflateurs issus de la comptabilité nationale fournissent une alternative qui englobe l'ensemble de l'économie, mais qui est forcément disponible à des fréquences plus réduites.

Le graphique suivant compare l'évolution de l'indicateur de compétitivité basé sur l'indice des prix à la consommation (déjà présenté au graphique précédent) à celles des indicateurs basés sur le déflateur du PIB et sur les coûts salariaux unitaires pour l'ensemble de l'économie. Les données de comptabilité nationale annuelles du Luxembourg ont été interpolées mécaniquement à fréquence trimestrielle (tout comme celles de l'Irlande, le Portugal, la Grèce et plusieurs autres pays en dehors de l'union monétaire). Selon l'indicateur de compétitivité basé sur le déflateur du PIB, la récente détérioration de la compétitivité est comparable à celle enregistrée par l'indicateur basé sur les prix à la consommation. Cependant, l'indicateur basé sur le déflateur du PIB avait déjà connu une détérioration importante avant 1998, tandis que l'indicateur basé sur les prix à la consommation était relativement stable.

Graphique 13 Indicateurs de compétitivité du Luxembourg (prix à la consommation, déflateur du PIB, et CSU pour l'ensemble de l'économie)



Source : BCE, FMI, STATEC, calculs BCL

Par conséquent, l'indicateur de compétitivité basé sur le déflateur du PIB a évolué à un niveau supérieur à sa moyenne historique depuis 1997. En 2003T4, il dépassait sa moyenne historique de 5.7%, ayant augmenté de 4 points de pourcentage depuis 2000T4. Selon les dernières projections (préliminaires), en 2005 cet indicateur devrait dépasser sa moyenne historique de presque 8%.

L'indicateur de compétitivité basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie indique une détérioration beaucoup plus dramatique à partir de 2000. En 2003T4, cet indicateur dépassait sa moyenne historique par 5.8%. Selon les dernières projections (préliminaires), en 2005 il devrait détériorer d'encre 0.5 points de pourcentage. Cependant, il faut rappeler que cet indicateur se base sur des données de comptabilité nationale qui sont souvent sujettes à des révisions importantes. Par conséquent, ces derniers indicateurs sont sujets à un niveau d'incertitude plus important que les indicateurs de compétitivité basés sur les prix à la consommation ou à la production.

4 Evolution de l'inflation

Dans son budget pour l'année 2005, le gouvernement propose deux mesures fiscales ayant un impact direct sur les prix de l'énergie. Il s'agit en l'occurrence d'une majoration des accises sur le gazole, de 12,5€/1000l et du relèvement du taux de TVA sur l'essence, le taux passant de 12% à 15%.

Au niveau de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les évolutions récentes correspondaient en moyenne aux attentes telles qu'exprimées dans les projections d'août 2004. Le scénario sous-jacent à nos projections précédentes ne nécessiterait aussi guère d'adaptations si ce n'était pour la mesure fiscale sur le tabac. En effet, tout comme dans le cas de l'essence, le taux de la TVA va passer de 12% à 15%.

Selon nos estimations, l'impact de la fiscalité indirecte, du tabac et des prix administrés sur les prix à la consommation (mesurés moyennant le IPCN) serait de +0,55 pp en 2005 (+1,5 pp pour l'IPCH).

Ainsi, sur base d'un prix du pétrole qui s'établirait à 52\$/bl jusqu'à la fin de l'horizon de prévision et d'un taux de change maintenu constant à 1,28 \$/€, les résultats de l'inflation globale seraient substantiellement révisés à la hausse. De même, la prochaine échéance de l'indexation automatique des salaires serait avancée et serait alors projetée pour octobre 2005 avec une majoration des salaires le mois suivant.

Tableau 9 *Projections d'inflation (en taux de variation annuel, respectivement en pp.)*

	2003	2004	2005
IPCN	2,0	2,3	2,3
IPCH	2,5	3,3	3,5
Impact de la fiscalité indirecte, du tabac et des prix administrés sur l'IPCN, en pp	0,4	0,5	0,55

Source : BCL

5 Perspectives économiques

Les dernières projections macro-économiques de la BCL datent de printemps 2004 et ont été élaborées dans un contexte où l'économie luxembourgeoise avait déjà passé le cap du rebond conjoncturel et où le dynamisme de l'activité économique gagnait davantage en vigueur. Une accélération de la croissance du PIB réel en 2004 par rapport à 2003 se profilait ainsi et, sur base des comptes nationaux préliminaires, justifiait une fourchette de croissance s'étalant de 2,7% à 3,3% en 2004.

Depuis lors, les statistiques récentes ont non seulement confirmé mais également renforcé le constat de l'embellissement conjoncturel. D'une part, les comptes nationaux révisés pour les années 2002 et 2003 fournissent une image plus positive de l'économie luxembourgeoise qu'estimée initialement. La progression du PIB réel a ainsi été revue à la hausse, de 2,1% à 2,9% en 2003 et la dégradation de la marge de profit en 2001 et 2002 s'est trouvée atténuée. D'autre part, les indicateurs à court terme disponibles pour l'année 2004 se caractérisent tous par une évolution positive et qui dépasse les attentes telles qu'exprimées au printemps. Les chefs d'entreprises dans l'industrie se disaient notamment très optimistes au courant des huit premiers mois de l'année. Les résultats hors éléments exceptionnels du secteur bancaire se sont également améliorés, une performance qui se reflète d'ailleurs dans le surplus grandissant du solde des services de la balance des paiements. La forte progression de l'emploi n'est en fait venue que confirmer cette accélération de l'activité économique. L'analyse de ces indicateurs justifie une révision à la hausse des projections de la croissance économique pour l'année 2004 qui devrait alors s'établir dans une fourchette allant de 3,5% à 4,5%. Selon les hypothèses actuelles, le commerce international et la demande internationale adressée au Luxembourg ne devraient fléchir que marginalement en 2005, justifiant de par-là une consolidation de la croissance économique autour des 4% l'année prochaine.

Au niveau de l'évolution de l'inflation des prix et des coûts, l'avenir se présente en demi-teintes. Les négociations salariales sont en effet toujours basées sur un comportement relativement prudent des partenaires sociaux. Elles se font notamment encore à l'ombre du ralentissement économique récent et de la forte détérioration de la marge de profit des entreprises. Dans un contexte de l'indexation

automatique des salaires à l'évolution des prix, d'un choc pétrolier et d'une montée du chômage, l'ajustement passe nécessairement par une hausse plus modérée des salaires réels. Même si on projette une amélioration de la marge de profit sur l'horizon des prévisions, elle ne devrait être guère suffisante pour rattraper la baisse de 2001 et 2002. Au niveau de l'inflation, l'accélération des prix en 2004 et 2005, plus importante qu'on ne l'avait encore estimée en printemps 2004, devrait se faire essentiellement sur base de la hausse du prix du pétrole et d'un impact de la fiscalité indirecte. Excluant ces impacts, l'inflation connaîtrait une évolution plus modérée. Par contre, des projections d'inflation faites sur base du prix actuel du pétrole mènent à des taux d'inflation en hausse en 2004 et 2005 (et non en baisse).

En matière d'emplois, même si on a pu observer une forte hausse au deuxième trimestre de l'année il n'est guère concevable qu'une accélération supplémentaire s'installera en 2005. Les effets temporaires s'estomperont, et, à l'heure actuelle, on projette une stabilisation de la croissance de l'activité économique. La création d'emplois temporaires dans le secteur public a surtout bénéficié aux résidents luxembourgeois et a également quelque peu freiné la montée du chômage. Le chômage devrait ainsi encore s'accélérer en 2004 et 2005, mais dans une moindre mesure qu'anticipée initialement. De plus, on n'observe pas encore de ralentissement des mesures pour l'emploi.

Tableau 10 *Synthèse des projections macro-économiques (en taux de variation annuel, sauf taux de chômage)*

	2003	2004	préliminaires 2005
PIB réel	2,9	3,5-4,5	3,3-4,3
Coût salarial moyen	2,1	2,9	2,6
Emploi salarié	1,9	2,5	2,4
Taux de chômage	3,7	4,2	4,3
IPCN (prix pétrole fixe)	2,0	2,3	2,3
IPCH (prix pétrole fixe)	2,5	3,3	3,5

Source : BCL