

Chapitre 1

LA SITUATION ECONOMIQUE
ET FINANCIERE

1.1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	12
1.1.2	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.1.3	Les marchés boursiers	15
1.1.4	Le taux de change de l'euro	16
1.1.5	L'évolution des prix à la consommation	17
1.1.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	18
1.1.7	Le marché du travail	19
1.1.8	Le commerce extérieur	19
1.1.9	La balance des paiements	19
1.2	La situation économique au niveau de la Grande Région	23
1.3	La situation économique au Luxembourg	25
1.3.1	L'évolution des prix et des coûts	25
1.3.1.1	Prix à la consommation	25
1.3.1.2	Prix à la production industrielle	27
1.3.2	Industrie	28
1.3.3	Construction	30
1.3.4	Commerce et autres secteurs	30
1.3.5	La croissance économique	31
1.3.6	Perspectives pour l'économie luxembourgeoise	32
1.3.7	Marché du travail	36
1.3.8	Le secteur financier	43
1.3.8.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	43
1.3.8.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	44
1.3.8.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	44
1.3.8.4	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	46
1.3.8.5	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	49
1.3.9	Le commerce extérieur	51
1.3.10	La balance des paiements courants	52
1.3.10.1	Compte courant	52
1.3.10.2	Compte financier	53
1.3.11	Les finances publiques	54

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Le Conseil des Gouverneurs a réduit les taux d'intérêts à deux reprises depuis le début de l'année pour un total de 75 points de base; à savoir en date du 6 mars 2003 (-25 points de base) et en date du 5 juin 2003

(-50 points de base). Ainsi, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été ramené à 2%. Les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont également été abaissés, à respectivement 3% et 1%.

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

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

Source: BCE

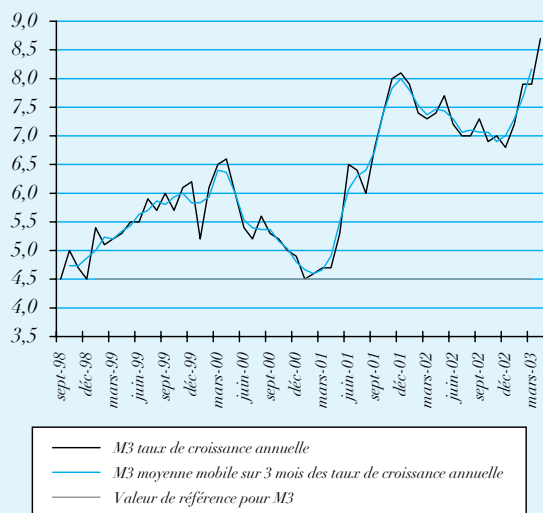
Ces décisions résultent de l'amélioration des perspectives de stabilité des prix à moyen terme, en raison notamment de l'atonie de la croissance économique et de l'appréciation du cours de change de l'euro.

Pour ce qui concerne plus particulièrement la décision du 5 juin 2003 et dans l'optique de l'analyse économique, les informations disponibles indiquent que l'activité économique est restée morose au premier trimestre de l'année 2003. Cette évolution s'inscrit dans le cadre des retombées négatives de la crise irakienne tant sur l'économie mondiale que sur celle de la zone euro. D'autres risques pour l'évolution économique résultent des déséquilibres macroéconomiques hors zone euro et des préoccupations relatives au virus du SRAS. Ainsi, les perspectives de croissance économique pour 2003 et 2004 ont été revues à la baisse.

Néanmoins, le Conseil des gouverneurs continue à tabler sur un renforcement progressif de la croissance du PIB en volume au cours de 2003.

En ce qui concerne l'analyse monétaire, la moyenne sur trois mois des taux de croissance annuels de M3 est restée soutenue. Les évolutions monétaires continuent d'être alimentées par les réaménagements de portefeuille, reflétant une nette préférence des investisseurs pour des actifs liquides et sûrs. La croissance monétaire est également soutenue par le bas niveau des taux d'intérêt. Cette situation ne devrait donc pas engendrer de tensions inflationnistes, compte tenu de la faible croissance économique et de la perspective d'inversion des réaménagements de portefeuille lorsque les incertitudes prévalant sur les marchés se seront calmées.

GRAPHIQUE 1
CROISSANCE DE M3 DE
LA ZONE EURO EN %



Source: BCE

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

Réflexions et décisions sur la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème

La stratégie de l'Eurosystème fut annoncée le 13 octobre 1998 par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE). Cette stratégie s'articule autour de trois éléments principaux, à savoir une définition quantifiée de la stabilité des prix, un rôle de premier plan assigné à la monnaie lors de l'évaluation des risques pesant sur la stabilité des prix et une évaluation des perspectives d'évolution des prix reposant sur une vaste gamme d'indicateurs.

Avec plus de quatre ans d'expérience de la politique monétaire unique au sein de la zone euro le Conseil des gouverneurs a procédé à une évaluation approfondie de la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème. L'évaluation s'est focalisée sur les critiques avancées dans le débat public sur cette stratégie et en tenant compte des résultats de la recherche empirique les plus récents. Les conclusions de cette évaluation ont été présentées au public lors de la conférence de presse à l'occasion de la réunion du Conseil des gouverneurs le 8 mai 2003.

Afin d'améliorer davantage l'efficacité de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a procédé à certaines clarifications et précisions. Il a confirmé que «la stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2% dans la zone euro. La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme». Le Conseil des gouverneurs a cependant précisé que, dans le cadre de la poursuite de l'objectif de stabilité des prix, il visera à maintenir les taux d'inflation à des niveaux proches de 2% à moyen terme. Cette précision signale l'engagement de l'Eurosystème à aménager

une marge de sécurité suffisante pour se prémunir contre les risques de déflation. Elle tient également compte de l'existence potentielle d'un biais de mesure de l'IPCH ainsi que des implications des écarts d'inflation au sein de la zone euro.

Le Conseil des gouverneurs a confirmé que ses décisions de politique monétaire continueront à être fondées sur une analyse détaillée des risques relatifs à la stabilité des prix. Dans ce contexte, il a souligné qu'au cours de ces dernières années, l'analyse effectuée au sein des deux piliers de la stratégie de politique monétaire a été approfondie et élargie. Cette approche sera maintenue à l'avenir. Toutefois, dans un souci de clarifier la communication externe, concernant en particulier la synthèse des informations sous-jacentes au jugement global sur les risques pour la stabilité des prix, l'analyse globale sera désormais modifiée.

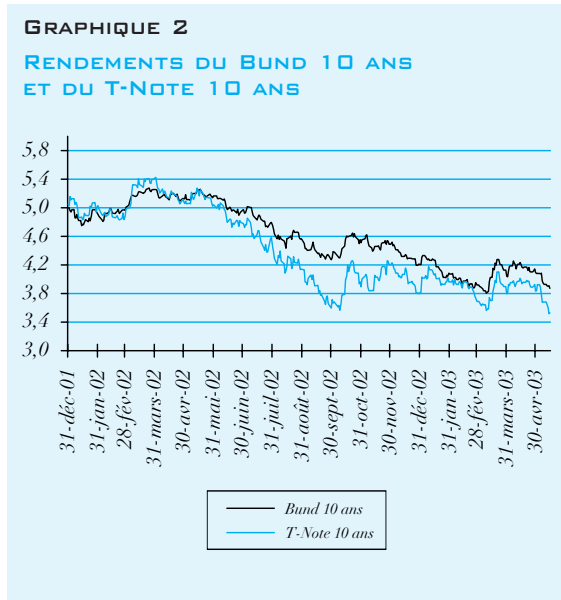
Elle commencera par l'analyse économique pour jauger les risques à court et moyen termes pour la stabilité des prix. Comme par le passé, elle comprendra une analyse des chocs affectant l'économie de la zone euro ainsi que des projections des variables macroéconomiques clés.

Elle sera suivie de l'analyse monétaire afin d'évaluer les tendances à moyen et long termes de l'inflation. L'analyse monétaire met en valeur la relation étroite existant entre la monnaie et les prix sur longues périodes. Elle s'appuiera non seulement sur la croissance de l'agrégat monétaire large M3, mais aussi sur l'analyse de ses composantes et de ses contreparties ainsi que sur un vaste choix d'indicateurs monétaires, en particulier le crédit, et diverses mesures de l'excédent de liquidité.

Le Conseil des gouverneurs a signalé que cette nouvelle structure de la déclaration introductive du Président de la BCE reflètera mieux la complémentarité des deux cadres analytiques et de leurs propres perspectives à l'appui de l'évaluation globale des risques pour la stabilité des prix. L'analyse monétaire sert essentiellement comme repère d'une perspective à moyen et long termes lors de l'interprétation des indications à court et à moyen terme ressortant de l'analyse économique.

Dans le même ordre d'idées, le Conseil des gouverneurs tenait à souligner le caractère à plus long terme de la valeur de référence pour la croissance monétaire. A cette fin, il a clarifié le fait que la valeur de référence ne sert que de point de repère pour l'analyse des évolutions monétaires et ne constitue pas un objectif ciblé. Dans le même esprit, le Conseil des gouverneurs a décidé de ne plus procéder à un réexamen annuel de la valeur de référence. Il continuera cependant à analyser les conditions et les hypothèses sous-jacentes.

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme



Source: Bloomberg

Les taux obligataires à long terme ont poursuivi leur mouvement baissier durant les premiers mois de l'année aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis.

Aux Etats-Unis, le rendement de l'emprunt obligataire public à 10 ans T-Note est passé de 3,81% à la fin du mois de décembre 2002 à 3,53% au 15 mai 2003 (date de clôture de la prise en compte des données pour la présente publication). Les rendements des titres publics à long terme de la zone euro, représentés ici par l'obligation de l'Etat allemand «Bund 10 ans», ont atteint un niveau de 3,87% en date du 15 mai 2003 contre 4,20% à la fin de l'année 2002.

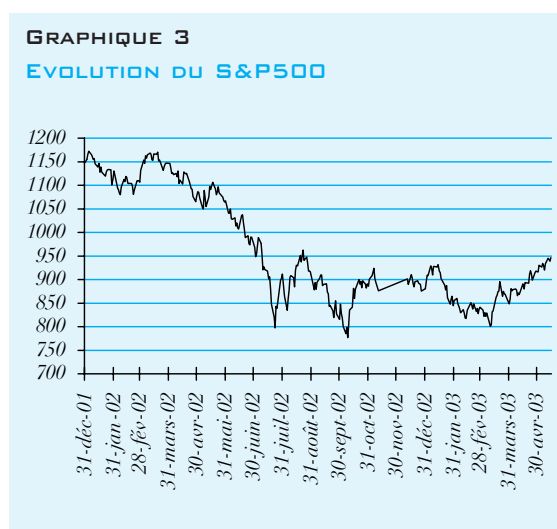
Au début de l'année en cours, la probabilité accrue d'une guerre en Irak et la publication de données macroéconomiques laissant entrevoir une reprise plus faible qu'attendu ont alimenté le recul des rendements obligataires à long terme. Les évolutions du marché

obligataire reflètent également d'importants réaménagements de portefeuille opérés au détriment des actifs plus risqués, tels que les actions.

En mars, les rendements publics à long terme ont été volatils mais ont globalement augmenté. Cette hausse a commencé quelques jours avant le déclenchement des opérations militaires en Irak en même temps qu'une baisse sensible des prix du pétrole. En Europe, comme aux Etats-Unis, les fluctuations des rendements obligataires à dix ans observées en mars s'expliquent essentiellement par les nouvelles en provenance de l'Irak.

Les rendements obligataires sont restés plutôt stables en avril et ont repris leur tendance baissière en mai. Bien que les incertitudes géopolitiques se soient apaisées avec la fin des actions militaires en Iraq, les investisseurs sont restés sceptiques quant aux perspectives économiques mondiales et les rendements publics à long terme se sont tassés davantage. Cette baisse devrait également signaler les anticipations plus favorables en matière de stabilité des prix, découlant du pessimisme des investisseurs quant aux perspectives économiques internationales.

1.1.3 Les marchés boursiers



Source: Bloomberg

GRAPHIQUE 4
EVOLUTION DU DOW JONES EUROSTOXX



Source: Bloomberg

Les cours boursiers américains et européens, tels que mesurés par le S&P500 et le DJ Eurostoxx, ont reculé jusqu'à la mi-mars. Au début de l'année, cette baisse s'est inscrite dans un contexte caractérisé par les tensions géopolitiques et les inquiétudes persistantes du marché quant aux perspectives économiques. La publication de données macroéconomiques contrastées ainsi que le regain d'incertitudes entourant les perspectives de bénéfices des sociétés, ont accentué les pressions à la baisse. Même si les données relatives aux bénéfices des entreprises américaines au quatrième trimestre 2002 ont été généralement supérieures aux attentes, les prévisions de bénéfices de nombre d'entreprises ont été revues à la baisse pour les premier et deuxième trimestres 2003.

La baisse des cours boursiers s'est poursuivie jusqu'à la mi-mars, dans un contexte de nervosité croissante des opérateurs de marché face à l'éventualité d'une guerre en Irak. Le début des opérations militaires en Irak a ensuite mis fin à la baisse continue des marchés boursiers. Les opérateurs ont procédé à des arbitrages de portefeuille au profit des actions et au détriment des obligations. Néanmoins, les investisseurs restent prudents. Si, pour le premier trimestre, les résultats des entreprises américaines cotées étaient en moyenne supérieurs aux attentes, les chiffres macroéconomiques publiés ont donné des signaux mixtes quant à la santé des économies américaines et européennes. En outre, de nouvelles incertitudes viennent de surgir au niveau international avec le déploiement de l'épidémie du SRAS.

La reprise des cours boursiers a été plus tempérée en Europe qu'aux Etats-Unis. Ceci s'inscrit, pour le premier trimestre 2003, dans un contexte de croissance écono-

mique estimée à zéro dans la zone euro. En outre, des doutes ont surgi concernant les possibles retombées négatives de l'appréciation de l'euro sur la rentabilité des entreprises européennes exportatrices.

1.1.4 Le taux de change de l'euro

GRAPHIQUE 5
EVOLUTION DU TAUX DE CHANGE EUR/USD



Source: Bloomberg

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

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

Avec la fin des actions militaires, les investisseurs ont recentré leur attention sur les facteurs macroéconomiques et le dollar a repris son recul par rapport à l'euro. La persistance du déficit courant américain et la publication d'indicateurs inférieurs aux attentes ont nourri les soucis des opérateurs face à la santé de l'économie américaine. Ainsi, malgré la publication de chiffres économiques décevants dans la zone euro, l'euro s'est davantage raffermi face au dollar.

Le différentiel entre les taux d'intérêt rémunérant les investissements en euro et en dollar est un autre facteur affectant le cours de change EUR/USD. La devise européenne bénéficie ainsi d'un effet de portage positif, lié au fait que les taux d'intérêt courts et longs sont plus élevés en Europe qu'aux Etats-Unis. Ce différentiel de taux d'intérêt fait donc augmenter la demande pour les investissements en euro plus rémunérateurs que ceux en dollar.

En date du 15 mai, un euro valait 1,14 dollar contre 1,05 à la fin de l'année 2002, soit une appréciation de 8,5% de l'euro face au dollar.

1.1.5 L'évolution des prix à la consommation

L'inflation de la zone euro, mesurée par le rythme de progression annuel de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a oscillé entre 2,1 et 2,4% au cours de la période allant de l'automne 2002 à avril 2003.

La contribution des prix de l'énergie à l'inflation a été haussière entre l'automne 2002 et le mois de mars 2003. En effet, le taux annuel de cette composante de l'indice global a été en hausse continue pour atteindre son point culminant de 7,5% en mars 2003. La hausse annuelle des prix de l'énergie s'est cependant modérée en avril 2003 avec 2,2%, reflétant ainsi la récente baisse des cours du pétrole brut.

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

(variations annuelles en pourcentage)

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

Source: Eurostat

Les prix des produits alimentaires transformés ont également eu un impact haussier sur l'inflation. En effet, le taux de croissance annuel de ces prix a été de 3,4% en avril 2003, alors que l'observation correspondante d'octobre 2002 a été de 2,7%. Le renchérissement du tabac, lié à la hausse de la taxation indirecte dans certains pays de la zone euro, a eu un impact haussier sur les prix des produits en question.

Contrairement aux prix de l'énergie et des produits alimentaires transformés, les prix des services et des produits manufacturés hors énergie ont eu un effet modérateur sur la progression annuelle de l'IPCH global entre l'automne 2002 et le mois de mars 2003. Ainsi, le rythme de progression du sous-indice des services est progressivement passé de 3,1% en octobre 2002 à 2,6% en mars 2003. Le taux de croissance annuel des prix des services s'est ensuite accru de 0,3 point de pourcentage, à 2,9% en avril 2003. Le taux de croissance annuel des prix des produits manufacturés hors énergie a reculé de quelque 0,5 point de pourcentage depuis l'automne 2002, pour s'inscrire à 0,8% en avril 2003.

La progression de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, en recul par rapport au premier semestre 2002, a fluctué de 2,0 à 2,3% entre l'automne 2002 et le mois d'avril 2003.

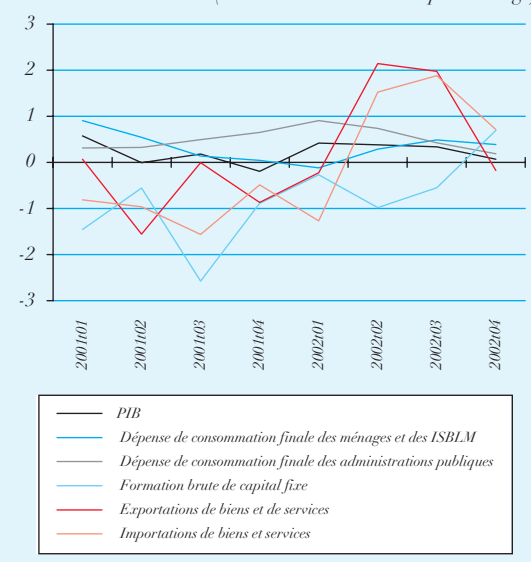
1.1.6 Evolution de la production, de la demande et du marché du travail

L'activité économique de la zone euro est demeurée atone tout au long de l'année 2002 et au début de l'année 2003. En comparaison avec le quatrième trimestre 2001, le PIB de la zone euro a augmenté de 1,2% au cours du dernier trimestre 2002, après une hausse de 1,0% au cours du trimestre précédent. Plus précisément, les dernières données disponibles pour le quatrième trimestre 2002 font état d'une hausse du PIB de 0,1% en glissement trimestriel après 0,4% au cours des deux premiers trimestres 2002 et 0,3% au troisième trimestre 2002. Ce ralentissement au cours du dernier trimestre s'explique principalement par la contribution négative des exportations nettes à la croissance (-0,3 point de pour cent) qui est en grande partie imputable à la décélération significative des exportations. La contribution de la demande intérieure est quant à elle restée relativement robuste (0,4 point de pour cent) bien que l'investissement soit demeuré déprimé. L'évolution de la croissance du PIB réel au cours du premier trimestre 2003 a été nulle en glissement trimestriel¹ restant ainsi en phase avec la tendance de ralentissement graduel de la croissance observée tout au long de l'année 2002.

GRAPHIQUE 6

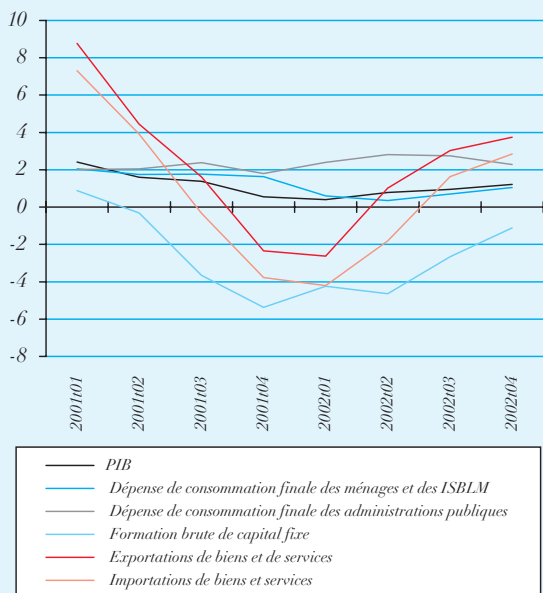
EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS

(variation trimestrielle en pourcentage)



Source: Eurostat

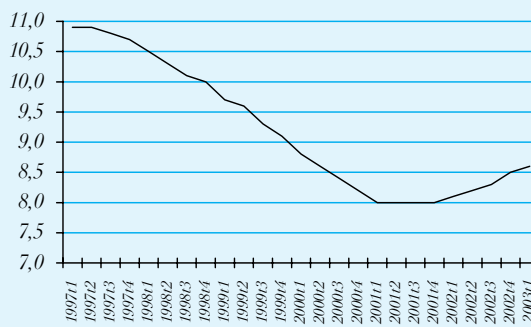
¹ Estimation rapide fournie par Eurostat le 15 mai 2003 dans un communiqué de presse. Cette estimation est préliminaire et par conséquent, elle n'est pas accompagnée du détail de la croissance des différents agrégats constitutifs du PIB.

GRAPHIQUE 7**EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS***(variation annuelle en pourcentage)*

Source: Eurostat

1.1.7 Le marché du travail

Révélatrice de la persistance de la morosité de la conjoncture, la situation du marché du travail a continué à se détériorer au cours du premier trimestre 2003. Le taux de chômage standardisé de la zone euro a stagné entre janvier et février 2003, à hauteur de 8,6% puis il s'est accru de 0,1 point de pourcent en mars, pour atteindre 8,7% de la population active. Cette hausse graduelle du taux de chômage s'inscrit dans la tendance haussière qui se dessine depuis mi-1997. Ainsi, 12,2 millions de personnes étaient au chômage dans la zone euro en mars 2003. Les données relatives à l'emploi au cours du premier trimestre 2003 ne sont pas encore disponibles pour la zone euro. Les derniers chiffres pour 2002 indiquent clairement une décélération continue de la croissance annuelle de l'emploi au cours des quatre trimestres (ce dernier a ralenti graduellement de 0,7% au cours du premier trimestre pour atteindre 0,2% au cours du dernier trimestre).

GRAPHIQUE 8**EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE DANS LA ZONE EURO (MOYENNE TRIMESTRIELLE)**

Source: Eurostat

1.1.8 Le commerce extérieur

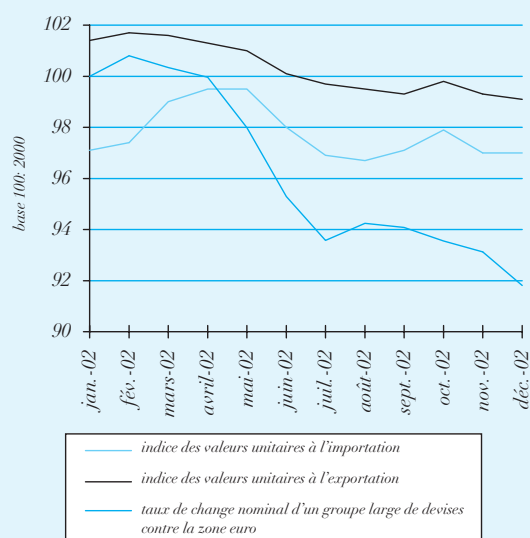
L'excédent du commerce extérieur de la zone euro s'est élevé à 4,3 milliards d'euros sur les deux premiers mois de l'année 2003 en comparaison à un excédent de 8 milliards d'euros sur la période correspondante de 2002. Cette dégradation résulte d'une croissance de 3% des importations et de 1% des exportations.

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), la balance commerciale se dégrade légèrement mais de façon continue depuis le mois d'août 2002 en raison de l'augmentation des importations.

Cette dégradation de faible ampleur depuis le début de l'année 2002 semble partiellement liée à l'appréciation du taux de change de l'euro d'environ 20% par rapport au dollar et de 10% par rapport à la livre et au yen. En effet, les exportations ont légèrement diminué en raison d'une stagnation en volume et d'une baisse des prix à l'exportation. D'une part, la baisse des prix à l'exportation, mesurée par l'indice de valeur unitaire, compense très partiellement la perte de compétitivité qui résulte de l'appréciation de l'euro. D'autre part, les importations ont augmenté en volume, mais les prix à l'importation n'ont que partiellement pris en compte la hausse de l'euro et seulement à partir du mois de mai 2002 (cf. graphique ci-dessous).

GRAPHIQUE 9

INDICES DE VALEUR UNITAIRE ET TAUX DE CHANGE



Sources: Eurostat, BCE et calculs BCL

La poursuite de l'appréciation de l'euro va produire des effets sans doute plus importants que ceux observés ces derniers mois sur la dégradation de l'excédent du commerce extérieur dans les mois à venir.

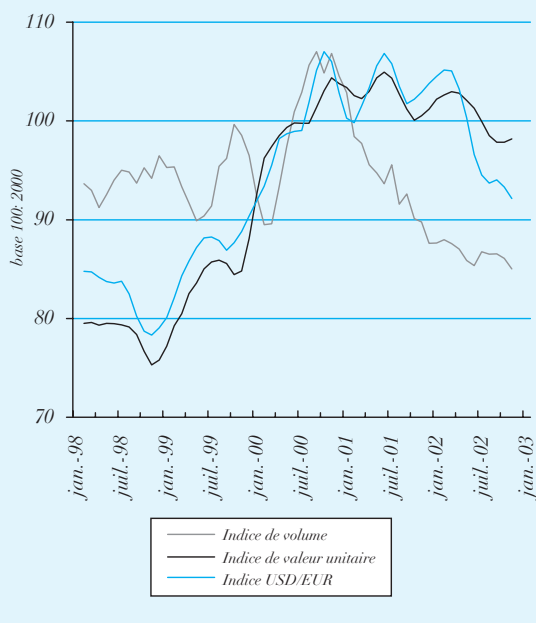
En particulier, les échanges avec les Etats Unis pourront subir des évolutions différentes de celles vécues pendant la période 2000-2002. Au début de l'année 2000, les importations de la zone euro en provenance des Etats-Unis représentaient plus de 15% des fournitures totales importées par les Etats membres. Au début de l'année 2003, la part des produits américains ne représente plus que 11,5%. Cette baisse des importations en provenance des Etats-Unis, qui s'est traduite par une forte dégradation des importations en volume, s'explique notamment par le niveau très bas de l'euro par rapport au dollar ainsi que par la faible croissance des économies de la zone euro depuis la fin de l'année 2000. Les importations semblent s'être stabilisées à un faible niveau en volume depuis le mois de juin 2002, tandis que les prix à l'importation ont légèrement baissé. La hausse de l'euro vis-à-vis du dollar n'ayant pas été totalement répercutée sur les prix, les exportateurs américains semblent en avoir profité pour améliorer leur marge (cf. graphique 2). La poursuite de l'appréciation de l'euro améliore la position concurrentielle des exportateurs américains, ce qui devrait entraîner

une augmentation des volumes importés et une baisse des prix à l'importation. Les proportions de ces évolutions pourraient être plus faibles que celles que la zone euro a connues lors de la dépréciation de l'euro à partir de janvier 1999 en raison de la faiblesse de la demande européenne. A l'époque, les exportations européennes vers les Etats-Unis avaient augmenté de 35% en volume et les prix à l'exportation de 20% en raison de la baisse de 27% de l'euro par rapport au dollar (cf. graphique 3).

GRAPHIQUE 10

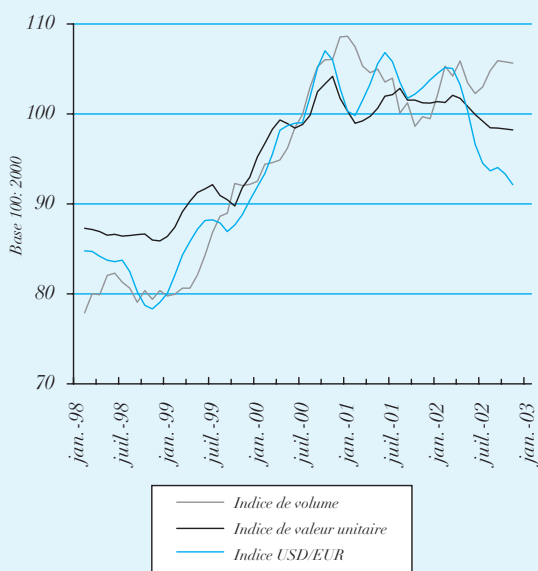
IMPORTATIONS EN PROVENANCE DES ETATS-UNIS ET TAUX DE CHANGE

(Moyenne mobile sur 3 mois)

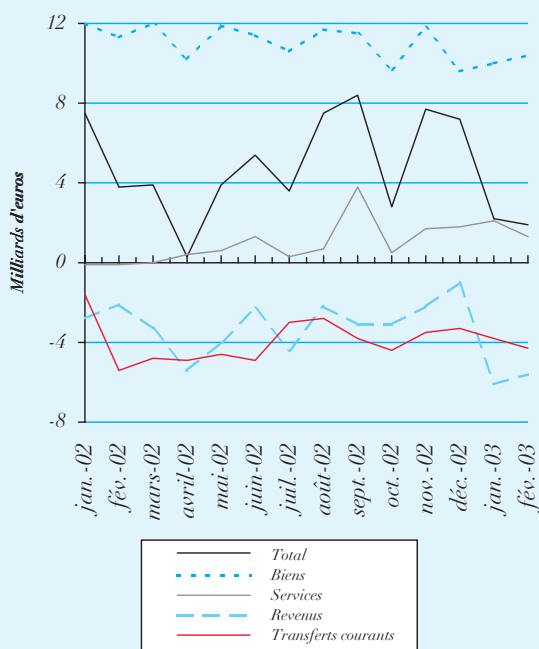


Sources: Eurostat, BCE et calculs BCL

Les exportations de la zone euro vers les Etats-Unis, qui représentent 23% du total des exportations, risquent de se dégrader plus fortement si l'appréciation du taux de change de l'euro perdure. Depuis le mois de mai 2002, début de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, les exportations sont restées stables en volume mais les prix à l'exportation ont diminué, les exportateurs de la zone euro ayant été contraints de réduire leur marge. De ce fait, il est possible que la forte appréciation récente de l'euro doive être répercutée en partie sur les prix de vente, impliquant une hausse des prix à l'exportation et entraînant ainsi une possible dégradation des volumes à l'exportation.

GRAPHIQUE 11**EXPORTATIONS VERS LES ETATS-UNIS ET TAUX DE CHANGE***(Moyenne mobile sur 3 mois)*

Sources: Eurostat, BCE et calculs BCL.

GRAPHIQUE 12**SOLDE CVS DU COMPTE COURANT DE LA ZONE EURO**

Source: BCE

1.1.9 La balance des paiements

- Le compte des transactions courantes

L'excédent du compte de transactions courantes de la balance des paiements de la zone euro s'est dégradé sur les deux premiers mois de l'année 2003. En données corrigées des variations saisonnières (cvs), l'excédent s'élevait à 4,1 milliards d'euros sur les deux premiers mois de l'année 2003 en comparaison à un excédent de 11,3 milliards d'euros pour la période correspondante de l'année 2002.

Cette diminution résulte principalement de la dégradation du déficit des revenus qui a atteint 11,7 milliards sur les deux premiers mois de l'année 2003 contre 4,9 milliards sur la période correspondante de 2002. L'excédent des échanges de biens, qui a diminué de 3,1 milliards d'euros entre ces périodes, a été compensé par l'augmentation du solde des échanges de services de 3,4 milliards d'euros.

L'appréciation du taux de change de l'euro, outre son impact sur l'excédent des échanges de biens, pourrait se faire ressentir à moyen terme sur les exportations de services si les entreprises de la zone euro ne peuvent réduire leur marge ou augmenter la productivité. Par contre, un effet négatif de cette appréciation sera visible immédiatement sur les revenus de la zone euro provenant du reste du monde.

- Le compte financier

Les investissements directs de la zone euro à l'étranger et de l'étranger dans la zone euro continuent leur progression à un rythme plus faible que pour les années précédentes en raison de la faiblesse de la croissance de l'économie mondiale. Cependant, les investissements directs à l'étranger et dans la zone euro ont tendance à s'équilibrer, alors que pour les années précédentes des sorties nettes étaient enregistrées. Pour les deux premiers mois de l'année en cours, les sorties nettes

au titre des investissements directs se sont chiffrées à 0,2 milliard d'euros en comparaison à des sorties nettes de 7,9 milliards d'euros pour la même période de l'année précédente.

Les investissements de portefeuille de la zone euro ont enregistré des entrées nettes de 5,2 milliards d'euros sur les deux premiers mois de l'année 2003 contre des sorties nettes de 42,1 milliards d'euros sur la période correspondante de 2002.

Sur les deux premiers mois de l'année 2003, des ventes nettes en actions étrangères de la part des résidents de la zone euro, représentant un faible montant, ont été enregistrées alors que des achats nets soutenus ont été opérés sur la période correspondante de 2002. Les résidents ont porté leurs investissements sur les obligations étrangères dont les achats nets ont doublé entre ces périodes. La diminution des flux en actifs risqués reflète les incertitudes économiques et géopolitiques qui se sont encore accentuées au cours des deux premiers mois de l'année en cours.

Les investissements en titres de participation émis par des résidents de la zone euro n'ont que peu varié entre ces deux périodes. Les achats nets par des non-résidents de titres de créance se poursuivent depuis le mois de mars 2002 après des ventes nettes ponctuelles en décembre 2001 et janvier 2002. Sur les deux premiers mois de l'année en cours, ces achats nets se sont élevés à 34,4 milliards d'euros.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU NIVEAU DE LA GRANDE RÉGION

Le présent examen succinct de l'évolution conjoncturelle au sein de la Grande Région, composée de la Sarre, de la Lorraine, de la Rhénanie-Palatinat, de la Wallonie et du Luxembourg, constitue une mise à jour d'une contribution parue dans le Bulletin 2002/1 de la BCL. Cet exercice revêt une importance particulière du fait de l'important degré d'ouverture de l'économie luxembourgeoise.

Le climat économique **lorrain** a été des plus mitigés en 2002, la croissance ayant même été négative au quatrième trimestre de 2002. L'investissement des entreprises a été particulièrement mal orienté. Par ailleurs, le commerce extérieur s'est fortement dégradé. Ainsi, pour la première fois depuis 10 ans, les exportations et les importations ont diminué de concert en 2002, à concurrence de 6,9 et de 8,6%, respectivement. La consommation a dès lors constitué la seule composante dynamique de la demande agrégée.

Si les statistiques régionales de la Banque de France corroborent le diagnostic d'un ralentissement conjoncturel, elles mettent également en relief certains frémissements positifs. La production industrielle a stagné en avril 2003 par rapport au mois correspondant de l'année précédente. Cette évolution confirme certes l'absence d'un véritable mouvement de reprise, mais elle constitue par ailleurs un coup d'arrêt à la dégradation de la situation conjoncturelle. Si la production a fléchi dans l'industrie automobile d'avril 2002 à avril 2003, les prévisions de production y seraient favorablement orientées, du moins jusqu'à la période estivale, en raison notamment de l'introduction de nouveaux modèles. Par ailleurs, la production des industries agroalimentaires aurait progressé d'avril 2002 à avril 2003.

Les effectifs des demandeurs d'emplois de catégorie 1² ont augmenté de 8,1% de mars 2002 à mars 2003, ce qui excède nettement la moyenne nationale (+5,9% sur un an). Cette augmentation a principalement affecté les hommes (+12%) et les chômeurs de moins de 25 (+9,8%). Le chômage de longue durée (plus d'un an) s'est quant à lui accru de 10,5%. Cette évolution dissimule cependant une légère diminution du nombre de demandeurs d'emplois inscrits depuis deux ans et plus.

En 2002, la croissance du PIB réel en **Rhénanie-Palatinat**³ a été supérieure à la moyenne de l'Allemagne, avec 1,0% au lieu de 0,2% pour la moyenne fédérale.

L'évolution du carnet de commandes des industries manufacturières a été favorable au début de l'année 2003. Ainsi, les commandes ont progressé de 6,3% en mars 2003 par rapport au même mois de l'année précédente. Pour l'essentiel, cette progression a résulté de la demande en provenance de l'étranger (+11%). Le chiffre d'affaires du commerce de détail a reculé de 1,2% en termes annuels au cours du premier trimestre de l'année en cours. Ce sont essentiellement les magasins spécialisés (par exemple l'alimentation, la confection, l'ameublement) qui ont accusé une diminution de leur chiffre d'affaires, tandis que les supermarchés ont affiché de modestes hausses. Le nombre des autorisations de bâtir a fortement augmenté en janvier 2003. L'Office statistique de la Rhénanie-Palatinat a en effet calculé des taux de progression annuels de respectivement 120% pour les appartements et de 160% pour les bâtiments résidentiels. La forte croissance du nombre des autorisations de bâtir serait cependant motivée par la volonté des particuliers de profiter de l'ancienne réglementation en matière de primes au logement. Les fortes baisses mensuelles du nombre des autorisations de bâtir en février (36,5% pour les bâtiments résidentiels et de 30,6% pour les appartements) sont probablement également à voir dans ce contexte.

Le taux de chômage en Rhénanie-Palatinat s'est établi à 9,4% en février 2003, ce qui est nettement inférieur à la moyenne nationale (12,5%). Par ailleurs le taux de chômage enregistré dans le Land au début de l'année 2003 était supérieur au taux observé au début de l'année précédente (+0,7% par rapport à janvier et +0,9% par rapport à février 2002).

Le rythme de progression de l'indice des prix à la consommation a été très modéré au début de 2003. En effet, le taux annuel a fluctué entre 0,8% et 1,1% au cours des quatre premiers mois de l'année 2003.

Dans un environnement difficile, l'**économie Sarroise** est parvenue à dégager un taux de croissance appréciable. Le PIB du Land s'est en effet accru de 1,2% à prix constants, soit un taux nettement supérieur à la moyenne allemande, la Sarre ayant même affiché la meilleure performance parmi les 16 Länder. Cette évolution s'est produite en dépit d'un fléchissement d'1,7% de la production industrielle en 2002. L'activité a été particulièrement mal orientée dans l'industrie

2 Recherche d'emploi à durée indéterminée et à temps complet.

3 Les commentaires relatifs à la Rhénanie-Palatinat sont basés sur des données et des communiqués de presse de l'Office statistique de la Rhénanie-Palatinat (Statistisches Landesamt Rheinland-Pfalz).

énergétique et surtout dans la construction et en outre l'emploi a accusé une diminution significative dans l'industrie manufacturière. De même, le commerce de détail a fait preuve d'une grande morosité. En revanche, le chiffre d'affaires du commerce de gros a enregistré une progression nominale de quelque 8% en 2002.

Le nombre de demandeurs d'emploi s'est accru de 1 500 unités en 2002. Cette évolution reflète un déclin significatif de l'emploi. Ce dernier s'est en effet réduit de 2,1% en août 2002 par rapport au mois correspondant de l'année précédente. Dans un tel contexte, la hausse des salaires s'est limitée à 1,2% en janvier 2003 par rapport au mois correspondant de l'année précédente tandis que la hausse des prix à la consommation a été contenue. Ces derniers ne se sont en effet accrus que de 0,8% d'avril 2002 à avril 2003 sous l'influence, notamment, d'un fléchissement du prix des voyages, des soins de santé et des vêtements.

En **Wallonie**, la croissance réelle du PIB a été modérée en 2002, qui est pratiquement équivalente à la croissance enregistrée par l'ensemble de la Belgique. Selon l'INS, la production industrielle wallonne a légèrement augmenté en 2002. Cette évolution d'ensemble recouvre cependant des évolutions très disparates. Ainsi, la construction et les produits de consommation durable ont accusé une nette diminution en 2002, les secteurs des biens intermédiaires et d'investissement affichant un recul plus modéré. La production de biens de consommation non durables a quant à elle nettement progressé en 2002. Par ailleurs, le chiffre d'affaires enregistré dans les services a progressé de 13,7% de février 2002 à février 2003, l'indicateur correspondant se repliant significativement, à raison de 6,4%, dans l'industrie au cours de la même période.

Selon les données publiées par la BNB dans son dernier rapport annuel, le taux de chômage wallon a augmenté de 0,3% en 2002, pour s'établir à 10,9%. Ce taux a nettement excédé la moyenne nationale, qui a dépassé à peine 7%.

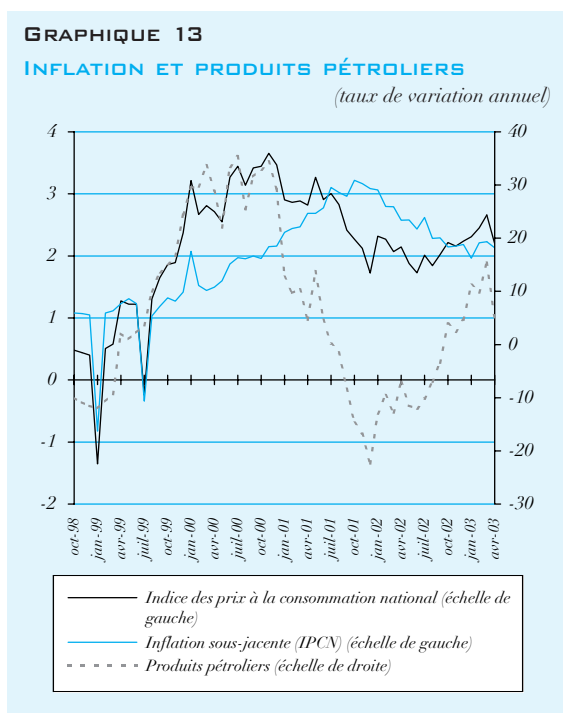
1.3 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.3.1 L'évolution des prix et des coûts

1.3.1.1 Prix à la consommation

L'accélération du rythme de progression annuel de l'Indice des prix à la consommation national (IPCN), observée depuis juillet 2002, s'est prolongée au cours du premier trimestre 2003, portant le taux annuel à 2,7% en mars 2003. L'inflation s'est ensuite repliée à 2,2% en avril 2003.

La hausse de l'inflation globale au début de l'année 2003 est surtout liée à l'évolution des prix des produits pétroliers. Ainsi, les prix de ces produits ont affiché des progressions mensuelles avoisinant les 5% au 1^{er} janvier et au 1^{er} mars 2003. La modération de l'inflation constatée au 1^{er} avril 2003 est également liée à la baisse de 4,3% des prix des produits pétroliers.



Source: STATEC

L'inflation sous-jacente⁴ s'est stabilisée à un niveau assez élevé, affichant un taux de progression annuel de 2,1% en avril 2003. La rigidité à la baisse de l'inflation sous-jacente, qui ne reflète pas la faiblesse de la demande, est, entre autres, liée au rythme de progression prononcé des prix des services. En effet, la progression annuelle des prix des services, bien qu'en légère décélération au cours des quatre premiers mois de l'année, reste élevée (2,8% en avril). A noter dans ce contexte que le traditionnel ajustement des tarifs publics a également eu un impact haussier sur les prix des services en raison des hausses dans les domaines de la collecte des ordures ménagères, des maisons de retraite et de soins, de la reprise des eaux usées ainsi que des différents tarifs de transports publics. De plus, l'augmentation du salaire minimum en début d'année a vraisemblablement eu des conséquences directes ou indirectes sur les prix. Finalement, la tranche indiciaire de juin 2002 continue à avoir un impact sur les taux de progression annuels des prix des services. Les hausses constatées au début de l'année 2003 sur les prix de certains biens alimentaires traités et le tabac ont également contribué à la résistance à la baisse de l'inflation sous-jacente, alors que les fruits et légumes ont eu un impact baissier sur le rythme de progression annuel par le biais d'un effet de base favorable lié aux mauvaises conditions météorologiques du début de l'année 2002.

La confrontation des taux de progression annuels de l'IPCH global du Luxembourg avec ceux de la zone euro permet de conclure que le différentiel d'inflation s'est encore élargi au cours des quatre premiers mois de l'année 2003 pour afficher une valeur de 1,3% en mars 2003. La dégradation du différentiel de l'IPCH global par rapport à la zone euro reflète, entre autres, la plus forte sensibilité des prix des produits pétroliers au Luxembourg par rapport aux cours mondiaux du pétrole brut⁵. Cependant, le différentiel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, a également fait l'objet d'une détérioration depuis fin 2002, pour atteindre une valeur de 0,9% en mars 2003.

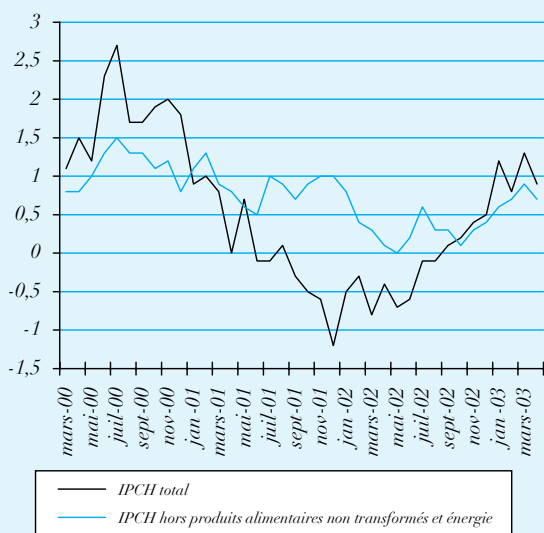
4 Le STATEC établit la série en question en excluant de l'indice national global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao, le chocolat en poudre, le gaz de ville, le gaz naturel, le gaz liquéfié, les combustibles liquides, les combustibles solides, le gas-oil, l'essence, les lubrifiants,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

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

GRAPHIQUE 14

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

(Taux annuel Luxembourg moins taux zone euro)



Source: STATEC, calculs BCL

Prévisions d'inflation

L'inflation au Luxembourg a récemment connu une évolution légèrement supérieure à celle de nos prévisions antérieures⁶. En effet, l'envol des prix du pétrole en début d'année a été bien plus important que les marchés à terme ne l'avaient anticipé fin février. La montée des tensions géopolitiques avec le déclenchement de la guerre contre l'Iraq en est la raison essentielle. L'appréciation de l'euro par rapport au dollar, certes marginale au premier trimestre, n'a pas pu contenir la hausse du prix du pétrole en euros de sorte que l'inflation des produits pétroliers a été plus importante qu'anticipée.

La fin de la guerre contre l'Iraq a entraîné un apaisement des prix du pétrole. Parallèlement, le repli du dollar par rapport à l'euro s'est poursuivi. Alors que l'impact de ces deux variables devrait être immédiat pour ce qui est des incidences sur les prix de l'énergie, leur évolution devrait entraîner un impact modérateur sur les prix des autres produits importés. Le scénario central de l'évolution de l'inflation à moyen terme s'est par conséquent amélioré.

Hypothèses

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

Les hypothèses sous-jacentes pour les produits pétroliers suivent le schéma habituel, en l'occurrence un taux de change EUR/USD maintenu constant sur l'horizon de prévision et un profil pour le prix du pétrole en dollar identique à celui observé sur les marchés à terme. Au milieu du mois de mai, l'euro cotait aux environs de 1,16 USD/EUR, soit une appréciation importante par rapport aux prévisions antérieures et au taux moyen observé en 2002. Le prix du Brent en dollar s'est établi simultanément autour de 23,9\$/bl et les marchés à terme anticipent une baisse graduelle de ce prix jusqu'à un niveau proche de 23\$/bl pour juin 2004, ce qui constitue une importante révision à la baisse. En somme, l'effet conjugué de la baisse du pétrole et de l'appréciation de l'euro devrait entraîner une évolution nettement plus favorable pour le sous-indice énergie par rapport aux prévisions du début de l'année. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

⁶ Voir Rapport Annuel de BCL 2002, pp. 32-32.

Tableau 3 Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2002	2003	2003-T1	2003-T2	2003-T3	2003-T4	2004-T1	2004-T2
Prix du pétrole en \$	24,9	25,7	30,6	24,2	24,0	23,9	23,6	23,3
Taux de change \$/€	0,94	1,13	1,07	1,13	1,16	1,16	1,16	1,16
Prix du pétrole en euros (en % de var. ann.)	-3,5	-13,5	18,0	-21,7	-24,5	-22,4	-28,9	-6,5

Source: BCL

Les facteurs déterminants de l'inflation excluant les produits de l'énergie sont généralement l'inflation importée ainsi que l'évolution des salaires. A cela s'ajoutent des mesures spécifiques telles que les ajustements au niveau de la taxation indirecte ainsi que l'évolution des tarifs publics et des prix administrés. L'inflation importée devrait rester contenue en raison de la faiblesse de l'activité économique dans les pays limitrophes et de l'impact indirect de l'évolution récente de l'euro par rapport au dollar. La décélération de l'inflation domestique sera par contre probablement plus lente en raison de l'évolution salariale. Selon les prévisions récentes, la prochaine tranche indiciaire, certes retardée d'un mois par rapport aux prévisions précédentes en raison des hypothèses relativement plus favorables, serait toujours prévue pour la mi-2003

(août). Par contre aucune indexation automatique n'est prévue actuellement pour 2004.

Résultats

Le scénario d'une baisse de l'inflation en 2003 demeure intact. Après une accélération temporaire au premier trimestre, l'IPCN tomberait en dessous de la barre de 2% au deuxième trimestre 2003 et y demeurerait jusqu'à la fin de l'année. En moyenne, l'augmentation prévue pour 2003 ne se chiffrerait plus qu'à 1,8% contre 2,1% en 2002. Cette évolution est par contre en grande partie imputable au scénario du prix du pétrole en euros. La décélération de l'IPCH à l'exclusion de l'énergie serait en effet moins prononcée en raison de la rigidité à la baisse des prix de ces biens et services.

Tableau 4 Prévisions d'inflation

	<i>(en taux de variation annuel)</i>				
	2002	2003	2003/1 ^{er} sem.	2003/2 ^{em} sem.	2004/1 ^{er} sem.
IPCN	2,1	1,8	2,2	1,3	0,9
IPCH	2,1	2,0	2,8	1,1	0,6
IPCH énergie	-3,7	-1,5	3,6	-6,4	-7,7
IPCH ex énergie	2,9	2,3	2,6	2,0	1,7

Source: BCL

Les risques sous-jacents aux prévisions n'ont guère évolué au cours des derniers mois. L'activité économique demeure hésitante et la reprise conjoncturelle dans la zone euro se fait attendre. Pour ce qui est du scénario international, il reste à voir si les développements récents sur les marchés de change se confirmeront. Une poursuite de l'appréciation de l'euro ne serait pas à exclure. Les risques pour le pétrole semblent par contre plus à la hausse avec le prix du baril qui s'approche de la barre inférieure de la fourchette de prix préconisée par l'OPEP selon nos hypothèses.

1.3.1.2 Prix à la production industrielle

Dans un environnement conjoncturel peu propice, la tendance favorable des prix à la production industrielle s'est poursuivie au début de l'année 2003. Les prix ont en effet enregistré une nouvelle progression qui fait suite à la stagnation recensée au dernier trimestre de l'année précédente. L'accélération des prix de vente a de plus été générale avec une hausse simultanée pour les biens intermédiaires, les biens d'équipement et les biens de consommation.

Tableau 5 Prix à la production industrielle

(en variation par rapport à la période précédente)

	2000	2001	2002	2002-T1	2002-T2	2002-T3	2002-T4	2003-T1
Ensemble des produits industriels	4,8	1,1	-1,1	-1,1	0,3	1,2	0,0	0,6
Biens intermédiaires	5,5	0,4	-2,1	-1,6	0,3	1,5	-0,2	0,5
Biens d'équipement	3,3	1,8	1,1	-0,1	0,3	0,5	0,0	0,9
Biens de consommation	3,2	3,6	1,4	0,4	0,5	0,9	0,6	0,8

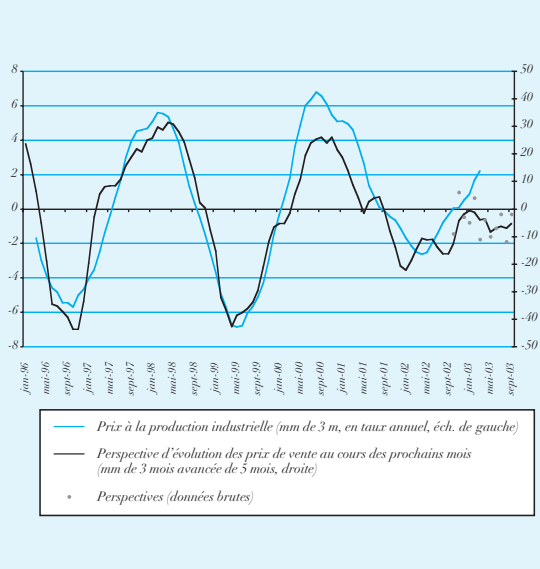
Sources: STATEC, BCL

Plusieurs facteurs sont susceptibles d'avoir influé sur le développement des prix. D'une part, il se peut que la flambée du prix du pétrole en début d'année ait amené les entreprises à renchérir leurs produits afin de contenir l'érosion de leurs marges de profit. D'autre part, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar, qui a tempéré l'impact du prix du pétrole sur les coûts, a probablement également influencé la fixation des prix de vente de produits industriels. L'effet direct du taux de change, à travers un renchérissement de nos produits exportés hors de la zone euro, ainsi que l'impact indirect, via une concurrence accrue de la part des vendeurs de la zone dollar sur nos marchés d'exportation, sont de nature à contrecarrer le «pricing power» des entreprises résidentes. Cependant, l'incidence du taux de change semble encore restreinte au premier trimestre 2003. Selon les données du STATEC, les prix de vente des produits exportés hors de la zone euro en début d'année se seraient même accélérés plus vite que les prix de produits vendus dans la zone euro.

L'évolution récente des prix se situe également 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 (en termes de variation annuelle) au cours des prochains mois.

GRAPHIQUE 15

PRIX À LA PRODUCTION INDUSTRIELLE, ÉVOLUTIONS EFFECTIVE ET ANTICIPÉE⁷



Sources: Eurostat, BCL

1.3.2 Industrie

L'industrie luxembourgeoise a connu une quasi-stagnation de son activité en 2002. La variation annuelle moyenne de 0,3% de la production industrielle masque cependant un profil intra-annuel très volatile. En effet, au quatrième trimestre 2002, la situation s'était améliorée par rapport au début de l'année. Cette phase d'embellie semble d'ailleurs s'être poursuivie en 2003 avec une croissance estimée par Eurostat à 3% au premier trimestre, par rapport à la période précédente. En termes de variation annuelle, l'augmentation se chiffrerait même à 5%, une évolution nettement plus favorable que dans la zone euro.

⁷ L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

Tableau 6 Production par jour ouvrable dans l'industrie

(en taux de variation annuel)

	2001	2002	2002-T1	2002-T2	2002-T3	2002-T4	jan. 03	fév. 03
Ensemble de l'industrie	3,1	0,3	-3,8	4,3	-0,9	1,7	2,6	4,1
Ensemble de l'industrie hors sidérurgie	3,6	1,5	-2,4	5,6	-0,7	3,1	3,1	6,2
Biens intermédiaires	2,1	-1,0	-6,0	3,4	-2,0	0,8	2,1	-3,3
Biens d'investissements	4,7	-2,8	-3,2	-1,0	-2,6	-4,4	-3,3	22,4
Energie	-1,2	9,6	2,8	14,8	5,0	16,6	6,0	35,9
Biens de consommation non durables	8,0	3,6	0,5	7,4	1,8	4,2	6,0	7,4

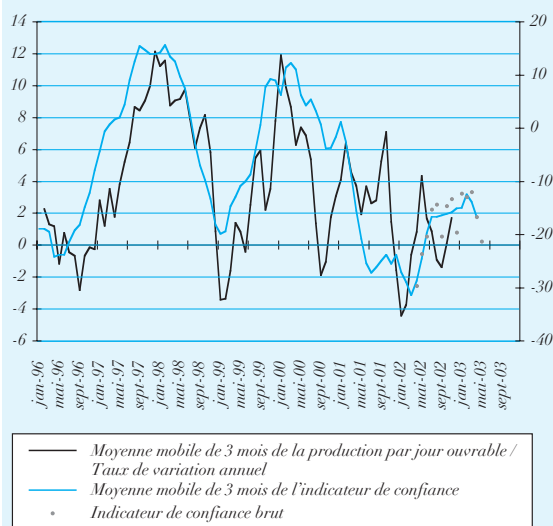
Source: STATEC

La répartition de la croissance n'a cependant guère changé par rapport à 2002. En effet, les biens intermédiaires, et en particulier la sidérurgie, semblent pâtir davantage du ralentissement conjoncturel dans la zone euro que les autres branches. Le reste de l'industrie affiche en effet une hausse très nette en termes de variation annuelle de sa production par jour ouvrable.

En dépit de cette amélioration dans les volumes produits, les enquêtes de conjoncture témoignent toujours d'un comportement prudent et attentiste de la part des chefs d'entreprises. Les résultats de janvier à avril ne diffèrent notamment guère de ceux des mois précédents. La demande demeure faible, les carnets de commandes sont peu garnis et les chefs d'entreprises se disent peu optimistes pour le futur. La dégradation du sentiment de confiance, relativement plus importante en mai, est surprenante étant donné la résolution partielle du conflit contre l'Iraq.

GRAPHIQUE 16

INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE⁸



Source: STATEC, calculs BCL

En effet, les résultats des enquêtes des trois derniers trimestres sont à relativiser et à analyser à la lumière du contexte géopolitique. Celui-ci a vraisemblablement affecté de manière considérable le comportement des entreprises en termes de production, d'investissement et de formulation de leurs perspectives. Par contre,

⁸ Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

ces craintes devraient s'être amoindries récemment. Le climat d'incertitude qui régnait depuis mi-2002 devrait également se dissiper lentement. Cependant, à l'heure actuelle, les enquêtes de conjoncture ne reflètent pas encore un regain d'optimisme ni des perspectives meilleures. Au contraire, le recul de l'indicateur de confiance semble annoncer un deuxième trimestre moins favorable que le premier, ce qui reflète sans doute les révisions à la baisse des perspectives de croissance mondiales et en particulier européennes.

1.3.3 Construction

Le secteur de la construction a été un des rares à avoir connu une année satisfaisante en termes d'activité économique. La hausse de 4% de la production était presque identique à celle recensée l'année précédente. La bonne santé du secteur s'est probablement poursuivie sur le début de l'année 2003. En effet, au mois de janvier, les indicateurs relatifs à la production faisaient état d'une progression de 9,3% par rapport à l'année précédente.

Tableau 7 *Production par jour ouvrable dans la construction*

(en taux de variation annuel)

	2001	2002	2002-T1	2002-T2	2002-T3	2002-T4	jan. 03	fév. 03 ⁹
Ensemble de la construction	4,4	4,0	9,6	10,7	-3,6	-1,4	9,3	-17,6
Génie civil	-4,0	5,4	13,3	10,4	-5,8	3,9	18,9	-14,7
Bâtiment	13,0	3,3	6,7	11,0	-1,5	-3,7	-5,4	-26,2

Source: STATEC

Les enquêtes de conjoncture avaient signalé un pessimisme accru des chefs d'entreprises en hiver dernier: la durée d'activité assurée avait significativement baissé et les patrons se disaient préoccupés par la faiblesse de la demande. Récemment, ce pessimisme s'est quelque peu tempéré. Le caractère saisonnier de la construction et plus particulièrement les mauvaises conditions climatiques du début d'année ont pu avoir un impact sur les résultats des enquêtes. Par contre, le génie civil semble moins bien loti que le bâtiment, la détérioration des perspectives étant plus importante dans cette branche. La première est en effet davantage affectée par les dépenses publiques et le programme d'investissement des pouvoirs publics. Par contre, la deuxième devrait pouvoir bénéficier de l'évolution favorable des autorisations de bâtir au quatrième trimestre 2002. Ces

dernières affichent en effet de nouveau une hausse pour l'année entière en ce qui concerne le nombre de bâtiments et les maisons à appartements en particulier.

1.3.4 Commerce et autres secteurs

Les données pour le commerce, telles qu'elles se présentaient en début d'année, dessinent une situation relativement confortable du secteur. En effet, le chiffre d'affaires en valeur aurait progressé dans toutes les branches en 2002 et, hormis les hôtels et restaurants, également en janvier 2003. Ceci constitue une embellie par rapport aux estimations précédentes. La situation s'est améliorée en général à partir du début de l'année 2002. Le commerce de gros, plus dépendant de la demande régionale, a également connu un quatrième trimestre très favorable.

⁹ Les taux de variation annuels pour le mois de février nous semblent étonnants. Il se peut que les statistiques soient encore incomplètes par le fait que certaines entreprises n'aient pas envoyé dans les délais les réponses aux enquêtes.

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

(en taux de variation annuel)

	2001	2002	2002-T1	2002-T2	2002-T3	2002-T4	2003-T1	jan. 03
Commerce total	2,5	3,6	2,2	1,9	1,6	8,7	na	12,3
Commerce de détail	3,5	6,5	6,7	8,9	4,4	6,1	na	7,3
Commerce et réparation automobile	2,2	8,1	5,9	9,1	8,3	9,4	na	7,3
Commerce de gros	2,2	1,0	-0,7	-2,9	-1,5	9,6	na	16,1
Hôtels et restaurants	3,3	1,9	3,8	0,9	4,0	-0,8	na	-14,1
Immatriculations de voitures	2,0	1,2	1,8	7,1	-3,1	-3,8	2,1	-5,1

Source: STATEC

Au début de l'année 2003, l'augmentation du nombre des immatriculations de voitures semble témoigner d'un comportement inchangé des consommateurs qui ne se seraient guère laissé influencer par les incertitudes géopolitiques.

1.3.5 La croissance économique

La décélération de l'activité économique, observée au Luxembourg en 2001, s'est poursuivie en 2002 mais dans une moindre amplitude. Selon les premières estimations disponibles, la croissance du PIB réel a atteint 1,1% en 2002 après 1,2% en 2001. Cet essoufflement doit cependant être apprécié au regard de l'évolution morose du cycle européen¹⁰ et du marasme des marchés boursiers.

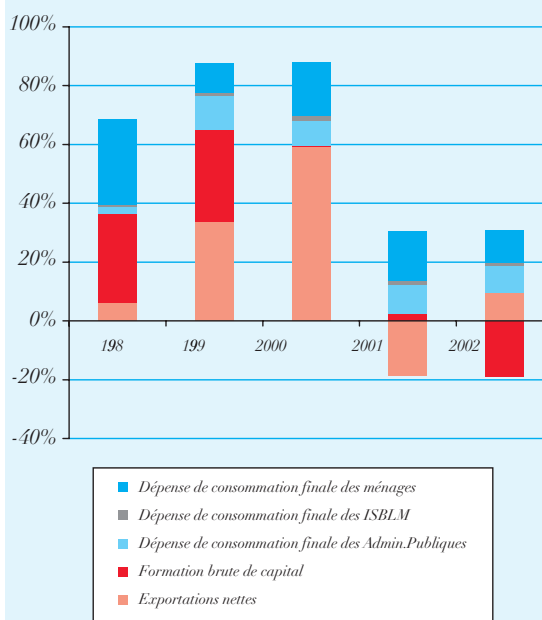
D'une part, la demande intérieure a nettement moins soutenu la croissance du PIB réel en 2002 qu'en 2001 [0,2 point de pour cent (pp) en 2002 après 3,1 pp en 2001]. Ceci s'explique principalement par une moindre contribution à la croissance du PIB réel en provenance de la consommation finale des ménages (1,1 pp en 2002 après 1,7 pp en 2001), de la dépense de consommation finale des administrations publiques (0,9 pp après 1,0 pp en 2001) mais aussi par la contribution négative de la formation brute de capital (-1,9 pp en 2002 après 0,2 pp en 2001).

D'autre part, les échanges extérieurs ont constitué un facteur stabilisateur du PIB en 2002. La contribution des exportations de biens et services est devenue négative en 2002 (à hauteur de -0,8 pp contre encore 5,2 pp en 2001) dans le sillage de l'atonie persistante de l'activité économique internationale et de la dépression

des marchés boursiers. Les importations de biens et services ont, quant à elles, contribué positivement à la croissance du PIB en 2002 contrairement à l'année précédente où elles avaient freiné sa croissance (-7,0 pp en 2001 puis 1,7 pp en 2002).

GRAPHIQUE 17

CONTRIBUTION DES PRINCIPAUX AGRÉGATS À LA CROISSANCE DU PIB RÉEL AU LUXEMBOURG



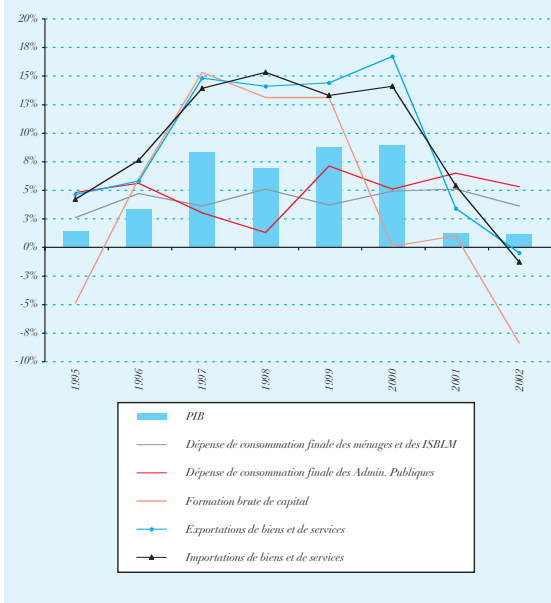
Source: STATEC

¹⁰ Le PIB de la zone euro a enregistré une croissance annuelle de 1,5% en 2001 et de 0,8% en 2002.

GRAPHIQUE 18

EVOLUTION DU PIB ET DE SES AGRÉGATS

(variation annuelle en %)



Source: STATEC

1.3.6 Perspectives pour l'économie luxembourgeoise

La publication des comptes nationaux pour l'année 2002 a confirmé les craintes formulées antérieurement: l'expansion de l'activité économique a été la plus faible jamais recensée par les statistiques officielles¹¹. Le PIB réel a certes encore progressé de 1,1%, soit légèrement mieux qu'anticipé par les conjoncturistes, mais le PIB nominal n'a également augmenté que de 1,2%. En d'autres mots, et en raison de l'impact des termes de l'échange, le déflateur du PIB est resté quasi stable! Dans une économie fermée, un tel résultat nouerait des craintes déflationnistes. Cette situation est a priori également surprenante pour le Luxembourg au regard de la hausse des prix à la consommation, d'une absence d'appréciation significative du taux de change et d'un prix du pétrole qui, en moyenne, est resté pratiquement inchangé en 2002¹².

Le contexte international a connu un revirement important au cours des derniers mois avec le début des hos-

tilités contre l'Iraq et la fin relativement rapide de la guerre. Le climat d'incertitude qui a pesé sur le paysage économique via un comportement attentiste des consommateurs et des entreprises a commencé à se dissiper. Par contre, d'autres problèmes ont resurgi, liés davantage à l'état sous-jacent des économies. La zone euro a connu une stagnation de son activité au premier trimestre 2003 et l'Allemagne est même entrée en récession technique. Outre-Atlantique, une économie hésitante et des craintes déflationnistes ont provoqué un activisme de la part des décideurs politiques. Le relâchement fiscal a aussitôt ravivé les craintes associées aux déficits jumeaux et a, de ce fait, provoqué un repli rapide du dollar par rapport à la monnaie européenne.

Bien que les perspectives auraient dû s'améliorer avec la fin des hostilités en Iraq, le climat économique demeure morose et les projections macro-économiques des institutions internationales pour les grands pays ont encore été abaissées en général. On prévoit non seulement un décalage de la reprise, mais aussi une relance moins dynamique – l'ajustement macro-économique des excès du passé mettant plus de temps à se matérialiser.

Dans un tel contexte, les perspectives pour le Luxembourg demeurent également peu propices. En effet, l'économie est largement orientée vers l'extérieur et devrait par conséquent subir le manque de dynamisme dans les grandes zones économiques. La demande internationale adressée au Luxembourg en 2003, bien qu'en accélération par rapport à 2002, restera faible, aussi bien par rapport au passé que par rapport aux hypothèses des exercices de prévisions précédents. Le manque de dynamisme du commerce international risque en particulier d'affecter les exportations de biens luxembourgeois. Pour ce qui est des exportations de services, elles dépendent en partie de l'évolution des marchés boursiers. Bien qu'un mouvement haussier des cours des actions ait pu être observé à l'issue de la guerre contre l'Iraq, la volatilité demeure élevée sur les marchés financiers et risque de peser sur les activités. A une demande internationale chétive vient se superposer le développement des taux de change qui risque de grignoter quelques points de croissance. Bien que le commerce extérieur du Luxembourg s'effectue essentiellement avec des pays de la zone euro, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar

¹¹ Les comptes nationaux sont compilés à partir de 1985.

¹² Le Luxembourg, comme d'autres pays de la zone euro, a connu un processus désinflationniste important en 1986. Le contexte économique était par contre celui d'une chute du prix du pétrole et d'une dépréciation importante du dollar par rapport aux monnaies européennes. La baisse de l'inflation importée avait également engendré une variation très faible de l'indice des prix à la consommation.

risque d'affecter les exportateurs luxembourgeois via le canal indirect, c'est-à-dire la concurrence accrue des producteurs hors de la zone euro sur les marchés d'exportation du Luxembourg. Ce facteur de compétitivité risque dans une première étape d'influer notamment les prix à l'exportation.

La croissance de l'activité économique devra par conséquent s'appuyer dans une première phase sur la demande domestique. Les fondements économiques demeurent en effet plus favorables de ce point de vue.

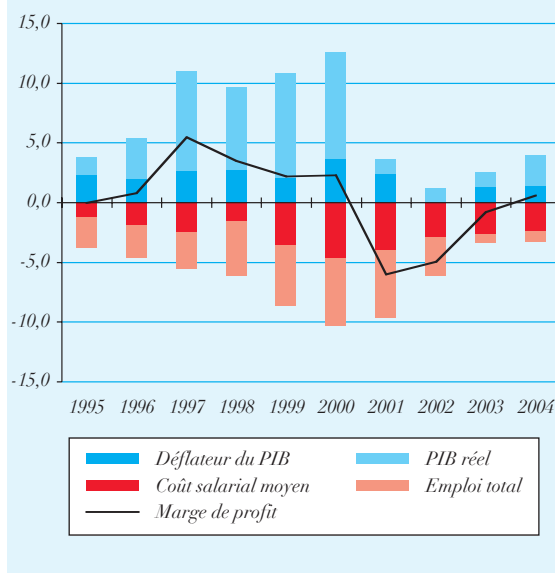
La consommation privée, fortement révisée à la hausse pour les années antérieures à 2002 dans la récente publication des comptes nationaux, devrait bénéficier de plusieurs facteurs de soutien. La croissance salariale est demeurée intacte dans le récent passé. De plus, les effets retardés de la réforme fiscale sur le revenu disponible des ménages devraient avoir un impact favorable. La croissance modique de l'économie luxembourgeoise en 2001 et 2002 n'a guère affecté le niveau de l'emploi (voir encadré sur la thésaurisation du travail). Finalement, l'épargne de précaution qui a probablement augmenté lors de la période des incertitudes géopolitiques devrait également revenir à un niveau normal et de ce fait également constituer un facteur de relance.

La consommation publique demeurerait également expansive selon les projections du gouvernement. Le recul des recettes ne s'est à ce stade pas encore soldé par une modération plus importante des projets de dépenses publiques.

La formation brute de capital fixe est en grande partie importée et, de ce fait, partiellement neutre pour l'évolution du PIB. Bien qu'il devrait s'accélérer, l'investissement privé non résidentiel risque de subir encore les conséquences du comportement attentiste des chefs d'entreprises aussi bien en raison des incertitudes politiques que des craintes liées à la reprise et à la vigueur de la demande future. De même, le ralentissement économique a entraîné une dégradation de la marge de profit tant en 2001 qu'en 2002 et probablement également en 2003, ce qui n'est guère propice pour ce type d'investissement. L'investissement public, essentiellement via les fonds spéciaux et tel que projeté par le budget annuel du gouvernement, demeure encore

expansif. L'investissement en logement est plus difficile à prévoir en raison des révisions rétroactives intervenues dans les comptes nationaux. D'une part, le manque de logements au Luxembourg, la hausse des autorisations de bâtir en 2002 et les conditions de financement favorables constituent des facteurs de soutien à ce phénomène. D'autre part, le ralentissement économique et la faiblesse qui en résulte au niveau du marché de l'emploi peuvent freiner l'investissement résidentiel.

GRAPHIQUE 19
DÉCOMPOSITION DE LA MARGE DE PROFIT¹³
ET DE SES FACTEURS DÉTERMINANTS
(en taux de variation annuel)



Source: STATEC, BCL

Il résulte de cette analyse que le Luxembourg devrait connaître une troisième année consécutive de croissance relativement faible, à mettre au compte de la faiblesse de l'environnement international. Bien qu'on puisse compter sur une accélération de la demande internationale à partir de la deuxième moitié de l'année, un acquis de croissance en 2002 très faible et un premier trimestre 2003 atone limiteront en tous cas l'expansion en 2003. Selon les projections de la BCL, le PIB réel devrait connaître une progression de l'ordre de 1 à 1½% en 2003 pour s'accélérer à environ 2 à 3% en 2004.

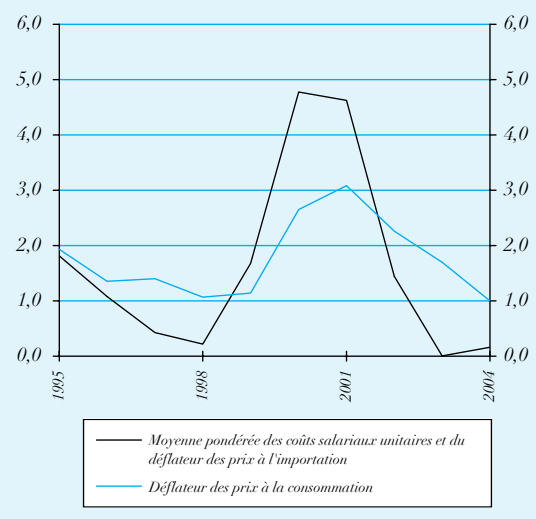
¹³ La marge de profit est approchée par la différence entre la croissance du PIB nominal, décomposée en deux composantes prix et volume, et la variation de la rémunération des salariés, décomposée en coût salarial moyen et emploi total.

La persistance d'une croissance économique médiocre laissera des traces sur le marché de l'emploi. La thésaurisation du travail a vraisemblablement été un phénomène répandu dans plusieurs secteurs de l'économie luxembourgeoise, ce qui hypothèque une croissance importante de l'emploi. De plus, les efforts pour restaurer la marge de profit des entreprises limiteront l'expansion de l'emploi et atténueront la dynamique des salaires. Le taux de chômage devrait en ressentir le contrecoup avec une hausse qui ne devrait pas s'interrompre dans un futur proche, pour atteindre 3,7 et 4,2% respectivement en 2003 et 2004.

L'inflation devrait par contre poursuivre sa modération jusqu'à 2004 inclus. Le scénario concernant le prix du pétrole en euros est devenu plus favorable. De plus, une décélération aussi bien pour l'inflation importée que pour les coûts salariaux unitaires devrait limiter la croissance future des prix à la consommation qui resteraient en moyenne en dessous de 2% aussi bien en 2003 qu'en 2004.

GRAPHIQUE 20

DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS
(en taux de variation annuel)



Source: STATEC, BCL

La production potentielle

L'écart de production (*output gap*) est un concept qui permet de situer la position de l'économie nationale dans le cycle conjoncturel et facilite ainsi l'analyse de la croissance et de l'inflation. L'écart de production représente la différence (en pourcentage du PIB) entre le niveau de production réalisé et son niveau potentiel. Quand le PIB observé est inférieur à son niveau potentiel, l'écart est négatif, indiquant ainsi une sous-utilisation des capacités de production. A l'opposé, quand le PIB dépasse son niveau potentiel, l'écart devient positif. Dans ce cas, il indique le danger de tensions inflationnistes liées aux pressions sur les marchés des facteurs de production¹⁴.

L'estimation de l'écart de production est sujette à plusieurs sources d'incertitude. Dans le rapport annuel 2002 de la BCL¹⁵ on a analysé l'impact de la révision des données de la comptabilité nationale ainsi que celui du prolongement de l'échantillon à l'aide de prévisions. Cette contribution prolonge cette analyse en évaluant l'impact sur l'écart de production de l'utilisation de différents jeux de prévisions. Ainsi, le tableau ci-dessous représente les différentes mesures¹⁶ de l'écart de production pour le Luxembourg. Celles-ci sont estimées en utilisant les données de comptabilité nationale publiées par le Statec en mai 2003. Ces données comprennent les premières estimations de la comptabilité nationale pour l'année 2002 ainsi que des révisions mineures pour les années 1985 à 2001.

Afin d'atténuer le biais dont plusieurs méthodes souffrent vers la fin de l'échantillon, les estimations de l'écart de production ont souvent recours à des prévisions pour différentes variables. Dans le tableau ci-dessous, l'écart de production est estimé en envisageant deux scénarii alternatifs de croissance pour le Luxembourg: les prévisions publiées par la Commission européenne en avril 2003 (Economie européenne 2003 n° 2) et celles publiées par l'OCDE en mai 2003 (Perspectives économiques n° 73). Il est intéressant de comparer les estimations qui résultent de ces deux jeux de prévisions parce que l'OCDE est bien plus pessimiste que la Commission. En effet, l'OCDE estime que la situation va se dégrader en 2003 avant de s'améliorer, tandis que la Commission européenne anticipe un taux de croissance en 2003 équivalant à celui de 2002.

¹⁴ Pour plus de détail, voir l'encadré p. 38 du rapport annuel 2001 de la BCL.

¹⁵ Voir encadré page 43.

¹⁶ Voir cahier d'études n° 4 de la BCL pour une explication des différentes approches.

Tableau 9 Croissance du PIB et écart de production selon différentes méthodes

	Δ PIB	Tendance linéaire	Hodrick-Prescott	Harvey-Jaeger	Kuttner	Appel-Jansson	Fonction Production
2003-2004 prévisions OECD (mai 2003)							
2001	1,2%	3,3%	3,8%	3,8%	0,9%	1,7%	0,8%
2002	1,1%	-0,7%	0,7%	2,0%	0,1%	-0,8%	-1,3%
2003	0,27%	-5,5%	-3,1%	0,0%	-0,6%	-4,4%	-3,6%
2004	2,67%	-8,0%	-4,4%	-0,9%	-1,0%	-6,6%	-3,3%
2003-2004 prévisions DG ECFIN (avril 2003)							
2001	1,2%	3,1%	3,6%	3,5%	2,6%	1,9%	0,6%
2002	1,1%	-0,9%	0,4%	1,8%	1,7%	-0,6%	-1,7%
2003	1,1%	-4,9%	-2,7%	0,2%	0,3%	-4,0%	-3,4%
2004	2,7%	-7,4%	-4,1%	-0,6%	-1,1%	-5,9%	-3,1%

Source: calculs BCL

En général, les écarts de production estimés selon les deux jeux de prévisions sont relativement proches. En moyenne, la divergence est de 0,4% du PIB. Les écarts estimés ont également le même signe dans tous les cas sauf un (la méthode de Kuttner en 2003). On peut déduire du tableau que les résultats sont moins influencés par le choix des prévisions à la fin de l'échantillon que par le choix de la méthode d'estimation.

Le tableau met également en évidence les résultats suivants. Premièrement, en 2001 l'ensemble des méthodes arrive unanimement à la conclusion que l'écart était positif (production supérieure au potentiel). Deuxièmement, en 2002 les méthodes divergent: la moitié des estimations signale déjà un écart négatif, soulevant la possibilité que le PIB était proche de son potentiel durant cette année. Cette hypothèse est soutenue par le fait qu'en 2003 seulement une nette minorité des méthodes estime un écart (faiblement) positif, ce qui signifie que le PIB est probablement arrivé à un niveau inférieur du potentiel. Finalement, en 2004 toutes les méthodes s'accordent sur le fait que l'écart est négatif, le situant entre -0,6% et -8% du PIB.

Un écart négatif en 2004 implique que le PIB serait inférieur à son niveau potentiel, avec des taux d'utilisation de capacité réduits et vraisemblablement un taux de chômage plus élevé. Cependant, un écart négatif en 2004 peut être bénéfique pour amenuiser les pressions inflationnistes au Luxembourg. De plus, un écart négatif fournit un signal encourageant face aux craintes que l'économie luxembourgeoise ne soit destinée à rejoindre les faibles taux de croissance de ses partenaires européens.

Le fait que l'écart de production change de signe en 2002 ou 2003 signifie que le PIB doit être près de son niveau potentiel. Or, à travers le temps, le niveau potentiel augmente également avec le progrès technique, l'accumulation de capital et la croissance de la population active. Cependant, en 2004, l'écart de production reste négatif même sous l'hypothèse d'une croissance du PIB de 2,7%, telle qu'envisagée par les prévisions. Cela implique que le niveau de la production potentielle a augmenté encore plus rapidement. Si la croissance potentielle demeure supérieure à 3%, on peut espérer qu'à terme l'économie luxembourgeoise pourra afficher à nouveau des taux de croissance favorables en comparaison avec ses partenaires européens. Dans ce cas, l'actuel ralentissement de la croissance serait attribuable à des changements de nature conjoncturelle plutôt que structurelle. Evidemment, cette conclusion dépend de la précision des prévisions sur lesquelles se base cette analyse, du comportement à moyen terme de l'économie luxembourgeoise et notamment de l'évolution future du secteur financier.

1.3.7 Marché du travail

- L'emploi

L'essoufflement de la conjoncture, qui a perduré tout au long de l'année 2002 ainsi qu'en début d'année 2003, a eu un impact négatif sur l'évolution de l'emploi et du chômage au Luxembourg au cours des quatre premiers mois de l'année 2003. En dépit du fait que la croissance des principaux agrégats de l'emploi soit restée positive au cours des quatre premiers mois de l'année 2003, la sévère décélération entamée depuis juillet 2001 s'est poursuivie en janvier, puis elle s'est stabilisée au cours des trois mois suivants¹⁷. La croissance de l'emploi total intérieur a atteint 2,0% en avril 2003 après 3,8% douze mois plus tôt.

Bien que la croissance annuelle de l'emploi salarié ait continué à ralentir entre janvier et février 2003 (de 2,2% à 2,1%), elle s'est ensuite stabilisée de février à avril 2003 pour atteindre un niveau de 273 659 salariés en avril 2003 (après 268 052 salariés douze mois plus tôt). Elle était passée de 4,5% à 4,0% durant la même période de l'année passée.

La variation mensuelle de l'emploi salarié (par opposition à la variation annuelle) permet d'évaluer la dynamique actuelle avec plus de précision car elle est influencée par les mouvements conjoncturels de court terme. Tout au long des quatre premiers mois de l'année 2003, l'emploi salarié a suivi son mouvement saisonnier habituel, mais à un niveau globalement inférieur à celui enregistré l'année passée. Cette évolution est révélatrice de la logique de réaction retardée du marché de l'emploi par rapport à l'activité économique.

La croissance annuelle de l'emploi indépendant a été positive pendant la période sous revue, mais elle a poursuivi sa décélération de janvier à mars, pour ensuite enregistrer un léger rebond en avril.

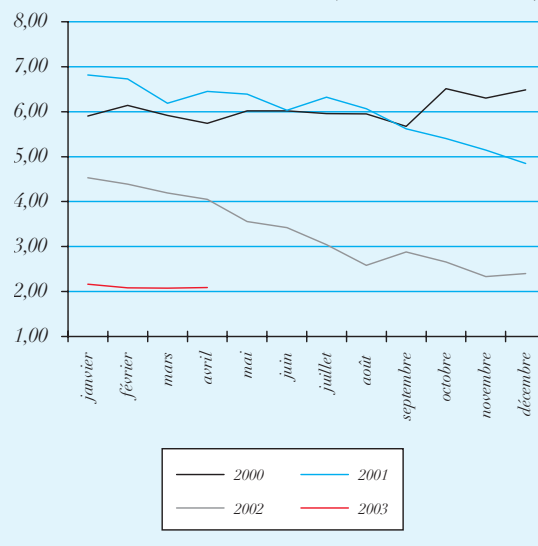
La croissance de l'emploi frontalier s'est quasi stabilisée autour de 4,0% en variation annuelle au cours des quatre premiers mois de cette année. Le nombre de travailleurs frontaliers s'établit désormais à 106 113 personnes (après 102 053 personnes en avril 2002) soit 36,5% de l'emploi total intérieur en avril 2003. Etant

donné que la croissance de l'emploi national a aussi connu un ralentissement (d'une plus forte amplitude) entre janvier et avril 2003, la part relative des frontaliers qui occupent de nouveaux emplois a augmenté (70,5% des nouveaux emplois ont été occupés par les frontaliers entre janvier et avril 2003 contre 64,5% pendant la même période de l'année passée).

Le nombre total d'emplois créés au Luxembourg a continué de se réduire dans le sillage de la morosité de la conjoncture, entamée depuis 2001 («seulement» 5 675 emplois ont été créés en avril 2003, après 10 408 emplois créés douze mois plus tôt). Pourtant, au cours des quatre premiers mois de l'année en cours, l'ampleur de la baisse du nombre d'emplois nouveaux s'est atténuée comparativement à la baisse enregistrée l'année passée à la même période (la baisse du nombre d'emplois créés entre janvier et avril s'est établie à 5,6% après une baisse de 9,5% l'année passée pendant la même période).

GRAPHIQUE 21

VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI SALARIÉ
(taux de croissance en %)



Source: IGSS, STATEC

¹⁷ Les chiffres concernant l'emploi pour la période s'étalant de février à avril 2003 sont des estimations.

GRAPHIQUE 22

VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI FRONTALIER

(taux de croissance en %)



Source: IGSS, STATEC

Tableau 10 Croissance annuelle des principaux agrégats de l'emploi* (en %)

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

Sources: IGSS, STATEC, calculs BCL

* Les données de février à avril sont des estimations.

- Le chômage

L'évolution du taux de chômage a continué de subir l'impact négatif et retardé de l'atonie de la conjoncture, de sorte que toutes les valeurs mensuelles observées au cours des quatre premiers mois de cette année ont été supérieures aux valeurs respectives observées au cours de la même période de l'année précédente.

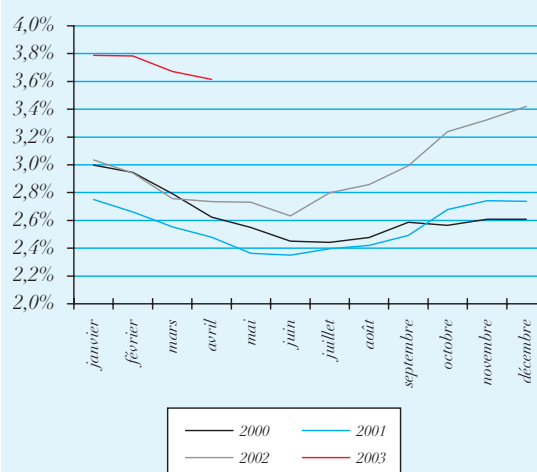
Le taux de chômage au sens «strict» a atteint 3,6% en avril 2003, contre 2,7% en avril 2002, soit 7 208 personnes inscrites à l'ADEM en avril 2003, contre 5 378 personnes douze mois plus tôt. Le taux de chômage au sens «strict» suit habituellement un mouvement saisonnier à la baisse de janvier à juin, mais cette année tout comme l'année passée, il a quelque peu dévié de sa trajectoire habituelle. Ce taux de chômage a connu une stabilisation entre janvier et février, à hauteur de 3,8%, et il n'a que très légèrement diminué de février à avril. Ce comportement de quasi-stagnation, à un niveau substantiellement plus élevé que celui enregistré les cinq années précédentes, accrédirait la thèse d'une augmentation cyclique, combinée au mouvement saisonnier habituellement observé. La ventilation du nombre de chômeurs par classe d'âge révèle que la part des chômeurs âgés de moins de 26 ans, celle des chômeurs âgés de 26 à 30 ans ainsi que celle des chômeurs âgés de 31 à 40 ans ont toutes augmenté au cours de la période sous revue, comparativement à la même période de l'année passée. Ces tranches d'âge seraient donc, à l'heure actuelle, les plus vulnérables face à la montée du chômage au Luxembourg.

Le taux de chômage au sens «large¹⁸», enregistré au cours des quatre premiers mois de l'année, a dépassé, pour chaque mois observé, le taux de chômage de l'année précédente à la même période. Il s'élève désormais à 5,1%, alors qu'il n'atteignait que 4,1% douze mois auparavant. L'écart entre le taux de chômage au sens «strict» et le taux de chômage au sens «large» continue de se creuser, alors que le premier a augmenté de 0,9 point de pourcent, le second a connu une augmentation de 1,0 point de pourcent entre avril 2002 et avril 2003. Ceci s'explique en partie par l'allongement de la durée moyenne du chômage. Cet allongement est particulièrement significatif pour les personnes au chômage entre 2 et 12 mois et contribue à augmenter le recours aux

«mesures spéciales pour l'emploi». En avril 2003, 2 989 personnes bénéficiaient de ces mesures, ce qui correspond à une hausse de 352 personnes par rapport à avril 2002 (soit une hausse de 13,3% en glissement annuel).

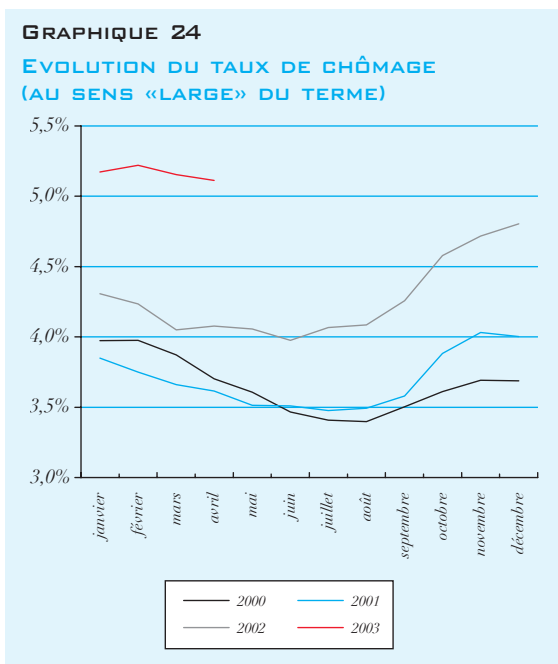
Dans une optique prospective, même si une reprise de la conjoncture économique se confirme dans les mois à venir, les indicateurs de l'emploi et du chômage réagiront cependant seulement a posteriori. Cet effet de retardement contribuera tout au long de cette année à l'assombrissement des perspectives sur le marché de l'emploi.

GRAPHIQUE 23
EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE
(AU SENS «STRICT» DU TERME)

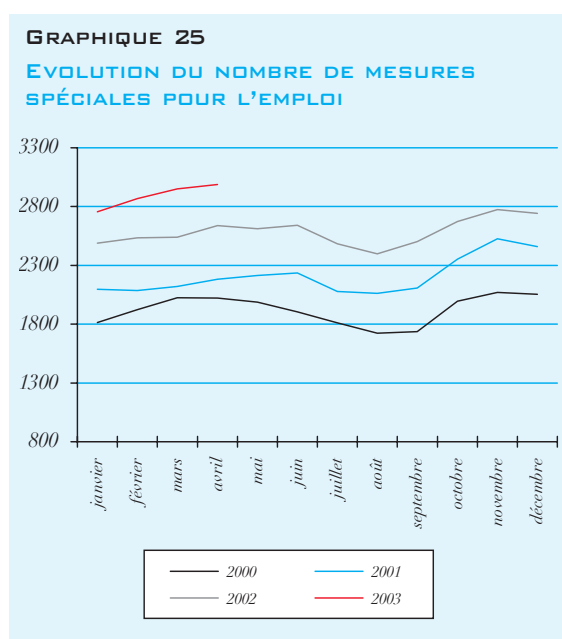


Source: ADEM, IGSS, STATEC

¹⁸ Le taux de chômage au sens «large» inclut les personnes qui bénéficient de «mesures spéciales pour l'emploi». Ces «mesures» sont un ensemble de formations théoriques et/ou pratiques dont peuvent bénéficier certaines personnes à la recherche d'un emploi afin de faciliter leur (ré-)embauche vers un poste vacant.



Source: ADEM, IGSS, STATEC



Source: ADEM

- Les coûts salariaux

Après avoir enregistré une forte accélération en 2000 et 2001, respectivement à hauteur de 4,3% et 5,5% en variation annuelle, le coût salarial moyen par mois et par personne a décéléré en 2002 pour se fixer à 3,1%, sans cependant atteindre les 2,4% observés entre 1996 et 2000.

L'évolution conjointe de la rémunération des salariés et de la productivité du travail, en baisse de 1,9% en 2002, a fait que les coûts salariaux unitaires ont connu une progression à hauteur de 5%. Ceci constitue certes une décélération par rapport au taux de 8,4% enregistré en 2001, mais demeure encore très élevé dans le contexte historique.

Les principaux faits qui sont susceptibles d'influer sur l'évolution des coûts salariaux en 2003 proviennent en particulier de l'augmentation de 3,5% du salaire social minimum qui a pris effet au 1^{er} janvier 2003 et des augmentations salariales octroyées par les conventions collectives dans le secteur public (+1,6% d'augmentation linéaire des salaires) et dans le secteur bancaire (+1,65%). A noter qu'un nouvel accord salarial d'une durée de trois ans a été signé dans le secteur des assurances début mai 2003. Cet accord octroie une augmentation annuelle linéaire des salaires de 1,65% en 2003 et 2004 et de 2,0% en 2005. L'arrivée à échéance d'une tranche indiciaire au cours du troisième trimestre devrait également contribuer à la croissance des coûts salariaux en 2003.

L'apparition d'un phénomène de thésaurisation du travail au Luxembourg

Durant les deux dernières années, le taux de croissance de la productivité de l'économie luxembourgeoise a affiché des résultats négatifs¹⁹, alors qu'en parallèle, l'emploi total a continué d'afficher une croissance positive²⁰. Cette situation est paradoxale dans le cadre d'une conjoncture morose où l'on s'attendrait plutôt à ce que les employeurs cessent d'embaucher pour préserver leurs gains de productivité. Ce phénomène est communément appelé «thésaurisation du travail» et il se caractérise par le fait que, dans un contexte où l'offre de travail est limitée, et où il existe un manque de main-d'œuvre qualifiée, les entreprises préfèrent thésauriser leur main-d'œuvre et même continuer à embaucher plutôt que de licencier dans le sillage de la détérioration conjoncturelle. En effet, dans le cas d'un ralentissement conjoncturel, les entreprises peuvent décider de ne pas licencier parce qu'elles craignent que leurs employés, une fois licenciés, ne soient embauchés par la concurrence, perdent leurs compétences ou pour éviter le paiement d'indemnités de licenciement. Ainsi, elles peuvent décider de maintenir leurs salariés à leur poste, même si elles n'utilisent pas le maximum de leur potentiel. L'importance de ce chômage déguisé détermine l'étendue du phénomène de «thésaurisation du travail».

Cependant, il est nécessaire de relativiser quelque peu l'ampleur de ce phénomène de «thésaurisation du travail» au Luxembourg, car il pourrait s'expliquer en partie par des artifices statistiques.

L'IGSS²¹ comptabilise chaque mois le nombre de personnes ayant un emploi au Luxembourg, mais elle n'ajuste pas les données en équivalent temps plein. Un tel mode de comptabilisation conduit indubitablement à une surestimation des données de l'emploi, tout particulièrement dans le secteur des services, car l'emploi à temps partiel a particulièrement augmenté dans ce secteur ces dernières années. À noter que la modification de la définition du temps partiel, appliquée par l'IGSS depuis octobre 2001, ne permet plus de réaliser des comparaisons inter-annuelles notamment entre 2001 et 2002. En effet, la nouvelle définition du champ pris en considération pour déterminer le nombre de personnes travaillant à temps partiel est devenue plus restrictive, excluant toutes les personnes en congé de maladie. Les données disponibles pour 2002 décrivent une tendance globale à la baisse en variation annuelle (de 10,4%) du nombre de personnes employées à temps partiel entre janvier et décembre 2002 (36 739 personnes en janvier 2002 contre 32 907 en décembre). Cette évolution récente permet de mieux cerner la nature de la «thésaurisation du travail» en 2002 qui prendrait essentiellement la forme, pour l'ensemble de l'économie luxembourgeoise, d'une «thésaurisation» des emplois à plein temps, et non pas celle d'une transformation des emplois à plein temps en emplois à temps partiel. Par contre, l'augmentation du nombre de personnes travaillant à temps partiel en janvier 2003 comparativement à janvier 2002 (+2,8% en variation annuelle) met en lumière l'apparition d'une thésaurisation du travail au niveau de l'ensemble de l'économie.

Un autre artifice statistique apparaît aussi lors de la mise en place de plans sociaux. En effet, les personnes touchées par le plan social bénéficient d'un préavis de licenciement. Or, pendant cette période de préavis, elles restent «en emploi», ce qui tend à créer une thésaurisation «involontaire» de main-d'œuvre encore plus importante dans le sillage d'un essoufflement de la conjoncture. De plus, plus la législation en matière de préavis est contraignante, plus la réaction de l'emploi à la conjoncture morose sera retardée.

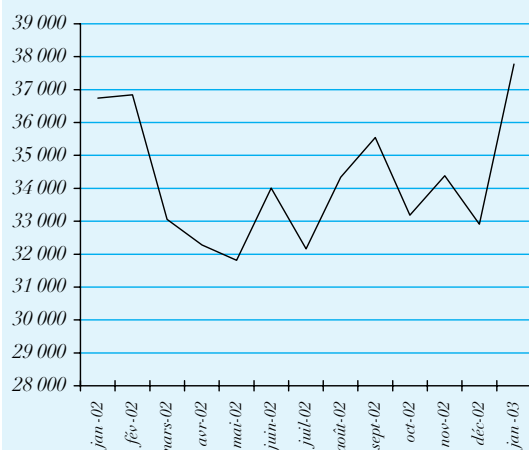
¹⁹ La productivité de l'ensemble de l'économie luxembourgeoise a affiché une baisse de 4,1% en 2001 suivie d'une baisse de 1,9% en 2002 (en variation annuelle).

²⁰ L'emploi total au Luxembourg a enregistré une augmentation de 5,6% et 3,1% respectivement en 2001 et 2002 (en variation annuelle).

²¹ IGSS: Inspection générale de la sécurité sociale.

GRAPHIQUE 26

EVOLUTION DU NOMBRE DE PERSONNES TRAVAILLANT À TEMPS PARTIEL DEPUIS JANVIER 2002



Source: IGSS

Au regard de la décomposition sectorielle de la croissance de l'emploi, le secteur qui a le plus contribué à la croissance de l'emploi en 2001 et 2002 est celui des «Activités financières, immobilier, location et services aux entreprises» (à hauteur de 44,2% pour 2001 et de 36,0% pour 2002 de la croissance totale de l'emploi); or, ce secteur est celui qui a enregistré la baisse la plus brutale de ses marges de profits en 2002, et qui a commencé à annoncer de nombreux licenciements. Ainsi, selon ces dernières évolutions, on aurait pu s'attendre à ce que ce secteur ne contribue plus – ou bien de manière nettement moins significative – à la croissance de l'emploi au Luxembourg. Le maintien de la forte contribution de ce secteur à la croissance de l'emploi total pourrait laisser supposer que les employeurs, qui avaient fait face à une pénurie de main-d'œuvre qualifiée au cours des années précédentes, n'ont pas procédé à des licenciements massifs dans le but de réduire leurs coûts de licenciements, de réembauche et/ou de formation lors de la reprise à venir. Dans le sillage de la détérioration de la conjoncture, cette relative «thésaurisation de main-d'œuvre» prendrait, selon les mesures annoncées par certaines banques de la place en 2002, différentes formes de mobilité interne, à savoir: le recours accru au temps partiel, aux préretraites anticipées à 52 ans, aux congés sabbatiques, aux congés sans solde, ainsi qu'aux pauses-carrières. Les informations disponibles sur la mise en place effective de ces mesures de mobilité interne dans les banques les plus importantes de la place en terme d'effectifs nous indiquent clairement un recours grandissant au temps partiel au cours du premier trimestre 2003. Les autres mesures de promotions de la mobilité interne tendent à se développer depuis la fin de l'année 2002 uniquement dans certaines de ces banques. Le développement de ce type de mesures, non pris en considération pour l'établissement des chiffres officiels de l'emploi, serait un des artifices statistiques révélateur de l'émergence d'un phénomène de «thésaurisation du travail» dans ce secteur de l'économie luxembourgeoise. Un autre indicateur intéressant permettant de rendre compte du phénomène de «thésaurisation du travail» est celui du turn over net des banques²². Ainsi, selon les premières informations disponibles, le turn over net de certaines des dix plus grandes banques de la place a chuté en terme d'effectifs. Cette baisse substantielle contribue donc aussi à la «thésaurisation» du personnel. A noter que cette baisse brutale est tout à fait caractéristique de la «prise de conscience» par les employés de banques de la détérioration du marché de l'emploi, ce qui les conduit à réduire leur mobilité externe.

22 Le turn over net des banques est un indicateur qui recense le nombre de personnes qui changent d'employeur.

Tableau 11 Croissance de l'emploi dans les différents secteurs

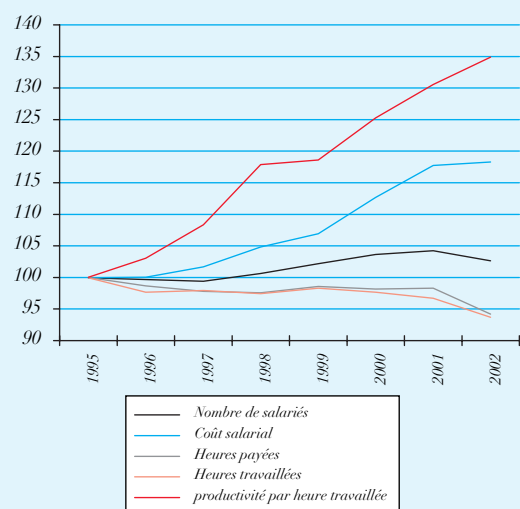
		(variation annuelle en %)	
		2001	2002
Agriculture, chasse et sylviculture; pêche et aquaculture	A+B	-10,0	0,0
Industrie, y compris énergie	C-E	2,8	-0,6
Construction	F	4,2	4,1
Commerce; réparations automobiles et d'articles domestiques; hôtels et restaurants, transports et communications	G-I	4,7	3,1
Activités financières; immobilier, location et services aux entreprises	J+K	9,3	4,1
Autres activités de services	L-P	5,6	3,8
Total Branches	TOT-P119	5,6	3,1

Source: IGSS, STATEC

A priori, dans le secteur industriel, l'évolution à la baisse du nombre d'heures travaillées par employé en 2001 et en 2002 pourrait faire croire à un éventuel développement du temps partiel mettant ainsi en lumière une des formes de «thésaurisation» de la main-d'œuvre. Mais cette baisse du nombre d'heures travaillées par employé peut aussi s'expliquer, d'une part, par la baisse du nombre d'heures supplémentaires payées aux employés du secteur, et d'autre part, par la baisse du nombre d'employés pendant la période sous revue. Plus encore, la productivité par heure travaillée a poursuivi sa trajectoire ascendante en 2001 et 2002, ce qui signifie clairement, au regard des informations disponibles, que les employeurs de ce secteur ont restreint leur personnel afin de maintenir leur productivité horaire et n'ont donc guère recouru à une «thésaurisation» de leur main-d'œuvre pendant cette période de morosité conjoncturelle.

GRAPHIQUE 27

EVOLUTIONS (VARIATIONS ANNUELLES) DU NOMBRE DE SALARIÉS, DU COÛT SALARIAL, DU MONTANT DES HEURES PAYÉES ET TRAVAILLÉES ET DE LA PRODUCTIVITÉ HORAIRE DANS L'INDUSTRIE (INDICE 1995=100)



Source: STATEC

En conclusion, l'essoufflement de la conjoncture aurait bien déclenché l'apparition d'un phénomène de «thésaurisation du travail» au Luxembourg conduisant certains employeurs – en particulier dans le secteur bancaire – à utiliser des mesures spécifiques pour maintenir leurs effectifs afin de ne pas devoir faire face à des frais de réembauche et de formation lors de la reprise future de l'activité économique. Cependant, différents artifices statistiques sont susceptibles d'amplifier ce phénomène apparu au Luxembourg dans le sillage d'une conjoncture avançant à rythme ralenti.

1.3.8 Le secteur financier

1.3.8.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

Au cours des douze derniers mois, le nombre des établissements de crédit s'est encore contracté de 7 unités pour atteindre 178 entités au 31 mars 2003, confirmant ainsi le recul observé au cours des trois dernières années. Toutefois, les trois premiers mois de l'année en cours ont témoigné d'une hausse nette d'une unité du nombre des établissements de crédit, provoquant ainsi une rupture de la tendance observée ces dernières années.

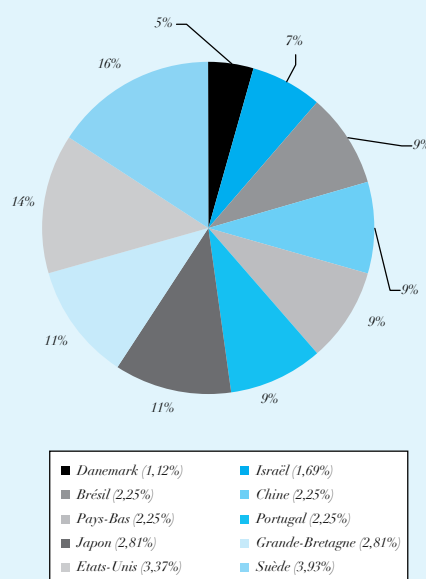
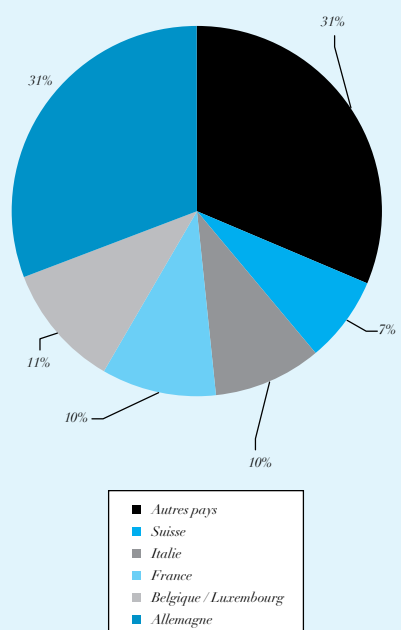
Ainsi, si l'on considère qu'au cours des trois premiers mois de l'année 2003 la cessation d'activités de la *Frankfurter Sparkasse eG*, *Niederlassung Luxemburg* est compensée par la constitution de la *Bunadarbanki Islands hf*, *Luxemburg Branch*, l'augmentation nette du nombre d'établissements est exclusivement due à la scission du *Crédit Agricole Indosuez Luxembourg* en deux entités, l'une conservant la dénomination d'origine, l'autre étant constituée sous l'appellation *Crédit Agricole Investors Services Bank*.

Après deux années d'activité intense, le mouvement de concentration dans le paysage bancaire luxembourgeois a donc marqué une pause au cours du premier trimestre de l'année en cours. Ce développement positif ne permet cependant pas de faire état d'un renversement de tendance, puisque, d'une part, il convient de noter que la situation décrite pour les trois premiers mois ne saurait préjuger de la tendance sur l'ensemble de l'année 2003 et, d'autre part, plusieurs projets de concentration, annoncés depuis un certain temps, devraient se concrétiser dans les mois à venir et par conséquent relancer le mouvement baissier du nombre d'établissements de crédit au Luxembourg. De plus, le secteur bancaire luxembourgeois, au même titre que celui des pays voisins, évolue actuellement dans un environnement économique fragile, marqué par l'attente d'un redressement conjoncturel qui continue de se faire attendre dans la majorité des pays européens, pesant ainsi sur son dynamisme.

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

GRAPHIQUE 28

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES BANQUES DE LA PLACE FINANCIÈRE LUXEMBOURGEOISE



L'inertie dans la répartition géographique, observée en 2002, et ce malgré la tendance à la concentration du secteur, s'explique par la part importante prise par les rapprochements entre entités de même origine géographique. Ceci fut le cas pour la quasi-totalité des fusions bancaires observées en 2002.

1.3.8.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

Au 31 mars 2003, la somme des bilans des institutions financières monétaires s'est élevée à 828 723 millions d'euros contre 831 822 millions d'euros au 28 février 2003, soit une baisse de 0,2%. Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de mars 2002 à mars 2003, la somme des bilans est en hausse de 2,7%. Cette hausse s'explique principalement par l'entrée en vigueur, au 1^{er} janvier 2003, de critères de sélection modifiés pour les OPC monétaires; en vertu de ces critères plusieurs OPC à volume d'activité très important ont été inscrits sur la liste officielle des IFMs. Lorsqu'on neutralise l'effet du changement de la population déclarante, la somme de bilan agrégée des institutions financières monétaires est en baisse de 3,5% par rapport au 31 mars 2002.

1.3.8.3 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

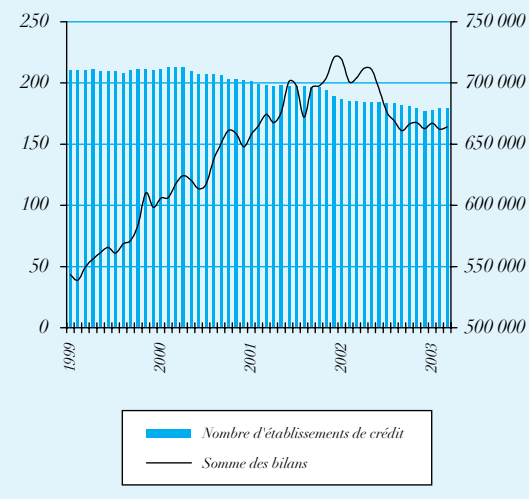
La tendance à la baisse du volume d'activités, mesurée par la somme des bilans et initiée en janvier 2002, s'est quelque peu atténuée depuis août 2002, ouvrant la voie à une certaine stabilisation autour du seuil de 660 000 millions d'euros. Ainsi, depuis août 2002, la somme des bilans oscille légèrement autour de 665 000 millions pour s'élever à 664 019 millions d'euros au 31 mars 2003, ce qui correspond aussi au niveau d'avril 2001.

Au cours de la même période, allant de janvier 2002 à mars 2003, le nombre des établissements de crédit affiche une baisse de 9 unités, passant de 189 à 178.

Le processus de concentration, observé dans le paysage bancaire luxembourgeois, a donc été accompagné par une réduction de la somme moyenne des bilans par banque qui est passée de 3 845 millions d'euros fin janvier 2002 à 3 730 millions d'euros (-3,0%) fin mars 2003.

GRAPHIQUE 29

EVOLUTION DE LA SOMME DES BILANS PAR RAPPORT À L'ÉVOLUTION DU NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT JANVIER 1999 - MARS 2003



Au 31 mars 2003, la somme des bilans des établissements de crédit s'élevait à 664 019 millions d'euros, contre 704 446 millions d'euros à la même date de l'année précédente, accusant ainsi une baisse de 5,7% au cours des douze derniers mois.

À l'actif, la compression du bilan des banques s'est essentiellement opérée à travers l'activité interbancaire et l'activité de crédits au secteur non bancaire ainsi que, dans une moindre mesure, au niveau des portefeuilles de titres.

Dans un contexte de morosité économique, la réduction de l'encours des crédits, distribués par les établissements de crédit au secteur non bancaire, s'est nettement accélérée au cours du premier trimestre de l'année 2003. Alors que le volume des opérations interbancaires s'est réduit de 9 383 millions d'euros (2,6%) sur base annuelle, celui des crédits sur le secteur non bancaire a diminué de 16 524 millions d'euros, soit une réduction de 12,1% sur les douze derniers mois, pour s'établir à 120 569 millions d'euros au 31 mars 2003.

Le repli du volume des crédits trouve son origine, d'une part, dans le ralentissement économique, notamment dans la réduction de la demande des entreprises et des ménages pour des crédits d'investissement et de consommation et, d'autre part, dans le renforcement sélectif des critères d'attribution des crédits. En effet,

face à la dégradation de la conjoncture économique, les banques réagissent avec un resserrement des critères d'attribution des crédits qui se manifeste par des demandes de garanties plus élevées, des volumes de crédit plus faibles par contrepartie ainsi que des primes de risque plus élevées afin de faire face aux risques accrus. Selon les premiers résultats de l'enquête sur le prêt bancaire dans la zone euro et au Luxembourg, les critères d'attribution des crédits aux entreprises se sont en effet quelque peu durcis au cours du premier trimestre, conduisant ainsi à une contraction de l'encours de ces prêts. Le renforcement sélectif des critères d'attribution de crédits est accentué par l'absence de confiance des entreprises qui, face à la dégradation conjoncturelle, diffèrent leurs nouveaux investissements.

L'analyse de l'évolution de l'encours des crédits sur le secteur non bancaire révèle que la diminution des encours ne se répercute pas de manière identique sur l'ensemble des contreparties; alors que les crédits accordés aux contreparties du secteur financier de la zone euro demeurent relativement stables, ceux accordés au secteur non financier ont affiché une baisse de 3,7% au cours du mois de mars 2003, confirmant ainsi la tendance déjà observée au cours des deux premiers mois de l'année. Cette baisse s'est manifestée quasi exclusivement au niveau des crédits accordés aux sociétés non financières. Les crédits accordés aux ménages de la zone euro sont en effet restés stables au cours du premier trimestre de l'année en cours, s'élevant à 22 861 millions d'euros au 31 mars 2003. Par contre, l'encours des crédits aux sociétés non financières de la zone euro a diminué de 6,4% au cours du mois de mars

2003; cette diminution touche indifféremment les encours des crédits aux sociétés résidentes et ceux des sociétés établies dans les autres pays de la zone euro.

En ce qui concerne plus particulièrement les crédits accordés aux résidents, ce contraste s'explique par le fait que la plus grande partie des crédits accordés aux ménages résidents sont des prêts immobiliers, généralement couverts par des hypothèques de premier rang; bien que la réalisation d'une hypothèque puisse s'entourer de quelques problèmes juridiques, les prix des immeubles au Luxembourg se situent à un niveau élevé et permet généralement aux banques de ne pas encourir de pertes dans ce domaine d'activité. Ces facteurs expliquent également que les critères d'attribution des crédits aux ménages sont restés stables au cours du premier trimestre de l'année en cours.

La demande pour des nouveaux crédits, destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg, se maintient également à un niveau élevé. Au cours du premier trimestre de l'année en cours, le volume de ces crédits a atteint 850 millions d'euros, soit 83 millions d'euros de plus qu'au cours de la même période de l'année précédente. Ce sont plus particulièrement les crédits aux non-promoteurs qui marquent le pas: leur volume a augmenté de 26,8% par rapport à celui observé au cours du premier trimestre de l'année 2002. Cette progression confirme l'évolution de l'encours des crédits immobiliers accordés aux résidents qui, sous l'impulsion de la demande persistante pour des nouveaux logements, des taux d'intérêts historiquement bas ainsi que des incitations fiscales, a évolué favorablement au cours des dernières années.

Tableau 12 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2003/03
	2002/03	2003/02	2003/03	2003/03 - 2002/03		2003/02 - 2003/03		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	360 912	345 070	351 530	-9 383	-2,6	6 460	1,9	52,9
Créances sur la clientèle	137 093	124 075	120 569	-16 524	-12,1	-3 506	-2,8	18,2
Portefeuille titres	178 559	172 317	171 551	-7 008	-3,9	-766	-0,4	25,8
Autres actifs	27 881	20 715	20 369	-7 512	-26,9	-346	-1,7	3,1
Total de l'actif	704 446	662 177	664 019	-40 427	-5,7	1 842	0,3	100,0

Source: BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

L'analyse de l'évolution du portefeuille de titres montre que la portion de titres autres que des actions reste constante et représente 92,3% de l'ensemble du portefeuille. Ce rapport élevé, qui s'est maintenu à un niveau stable au cours des derniers mois, indique que les investissements titres des établissements de crédit luxembourgeois sont orientés vers des valeurs sûres.

La décomposition du portefeuille de titres autres que des actions fait apparaître que 41,1% des investisse-

ments, soit 74 487 millions d'euros sur un total de 158 207 millions d'euros, sont investis dans des titres émis par des établissements de crédit, 30,1% sont investis dans des titres publics, le reste étant investi dans des titres d'émetteurs du secteur privé. Notons également que le portefeuille de titres autres que des actions est investi à raison de 73,2% dans des titres dont l'émetteur est un résident de la zone euro alors que 78,1% des titres détenus en portefeuille sont libellés en euros.

Tableau 13 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2003/03
	2002/03	2003/02	2003/03	2003/03 - 2002/03		2003/02 - 2003/03		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	336 944	312 506	312 455	-24 489	-7,3	-51	0,0	47,1
Dettes envers la clientèle	223 585	213 077	216 664	-6 921	-3,1	3 587	-1,7	32,6
Dettes représentées par un titre	81 671	78 264	77 332	-4 339	-5,3	-932	-1,2	11,6
Autres passifs	62 247	58 330	57 568	-4 679	-7,5	-762	-1,3	8,7
Total du passif	704 446	662 177	664 019	-40 427	-5,7	1 842	0,3	100,0

Source: BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Du côté du passif du bilan, la contraction du volume d'activités se manifeste essentiellement au niveau des passifs interbancaires qui ont nettement chuté au cours des douze derniers mois (24 489 millions d'euros soit 7,3%) alors que les dépôts de la clientèle non bancaire se sont maintenus à un niveau élevé, totalisant 216 664 millions d'euros (soit -3,1%) à la fin du mois de mars 2003. Une baisse considérable peut être constatée au niveau des autres passifs, ceux-ci ont régressé de 4 679 millions d'euros par rapport à mars 2002 soit 7,5%.

La stabilisation des dépôts de la clientèle privée non bancaire à un niveau élevé est à mettre en relation avec la régression du volume des actifs sous gestion des OPC luxembourgeois. Au cours du mois de mars 2003, ces derniers ont à nouveau été sujets à un désinvestissement net en capital de 3 194 millions d'euros, qui se conjugue à une diminution de la valeur nette d'inventaire, due à l'impact des variations des marchés financiers. L'évolution négative des marchés financiers impacte ainsi, pour le quatrième mois d'affilée, les actifs nets des OPC et constitue un frein naturel à leur dévelop-

pement puisque, sous ces conditions, la clientèle continue de se tourner vers les placements traditionnels à faible risque tels que les produits d'épargne classiques.

Les dépôts des résidents du secteur privé non bancaire, quant à eux, se sont stabilisés à un niveau élevé depuis le début de l'année; le volume total des dépôts réalisés par la clientèle privée non bancaire s'est élevé à 81 734 millions d'euros au 31 mars 2003 dont 38 775 millions sous forme de dépôts à vue.

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

Le système bancaire européen continue de souffrir de la morosité conjoncturelle. Ce constat s'applique particulièrement au secteur financier luxembourgeois, dont le développement, de par sa forte spécialisation sur le private banking, est largement lié à l'évolution des marchés financiers et au degré d'intervention de la clientèle sur cette activité.

En dépit d'une reprise des marchés financiers en ce début d'année, le secteur financier luxembourgeois, dont l'effectif s'est élevé à 27 547 individus en mars

2003, continue de perdre des emplois. Après une baisse continue de plus de 1% sur l'année 2002, la première tendance pour 2003 indique une diminution limitée à 146 unités (-0,5%) entre décembre 2002 et mars 2003.

La diminution générale de l'effectif est en grande partie due au secteur bancaire, avec une contraction de 0,7%, soit 168 unités, à 23 132 unités, tandis que les professionnels du secteur financier (PSF) affichaient un effectif en hausse de 0,5%, à 4 415 unités, prolongeant ainsi la tendance de 2002. Cette situation tend, bien évidemment, à diminuer la part de l'effectif bancaire dans l'effectif total du secteur financier.

La part de l'effectif des banques et des professionnels du secteur financier dans l'emploi intérieur total tombe à 9,5%. Ce recul s'explique par le fait que l'emploi intérieur total, dont le dynamisme s'est quelque peu essoufflé, reste encore en croissance alors que l'effectif dans le secteur financier est nettement décroissant depuis le quatrième trimestre de l'année 2001. Les effectifs du secteur financier sont dès lors plus sévèrement touchés par le ralentissement général de l'activité que les effectifs de l'ensemble de l'économie, et cela en dépit de différentes mesures de thésaurisation de l'emploi (voir encadré afférent).

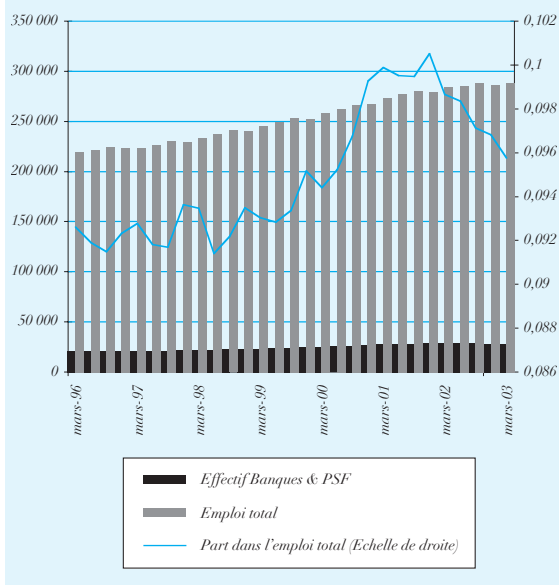
La décre de l'emploi dans les établissements de crédit, qui s'est poursuivie sur base annuelle, avec une baisse de 519 unités, soit 2,2%, doit toutefois être nuancée en fonction des regroupements qui ont été effectués au cours des douze derniers mois. Les fusions bancaires ont évidemment pour but de rendre les structures plus efficaces et s'accompagnent de suppressions d'emplois. Ceci était le cas tout au long de l'année 2002, où la diminution de l'emploi du secteur bancaire peut être expliquée pour près de 50% par ce type d'opérations. En revanche, le premier trimestre 2003 est marqué par une neutralisation de l'impact des créations et liquidations d'entités sur l'effectif.

Ce constat montre que les fusions sont à l'origine de la perte d'emplois mais qu'elles ne permettent pas à elles seules d'expliquer le recul observé dans le secteur bancaire en 2002. Ce constat est confirmé par le fait que le premier trimestre de l'année 2003 a enregistré une diminution nette de l'emploi de 168 unités (0,7%) malgré l'accalmie du processus de concentration.

La réduction des emplois, bien que partiellement expliquée par la concentration dans le secteur bancaire, trouve également une explication dans le souci de maîtrise des coûts. A l'image de la situation observée au cours de l'année 2002, les grandes banques européennes, ne pouvant accroître leur génération de revenu, continuent à rationaliser leurs coûts, notamment par l'intermédiaire des frais de personnel. De plus, la tendance à l'outsourcing de certaines fonctions ou activités (telles que l'informatique, la gestion de fortune, l'administration d'OPC) implique également une réduction de l'emploi au même titre que les mesures spécifiques telles que l'offre d'années sabbatiques ou bien encore les plans de préretraite. La persistance d'une conjoncture peu favorable qui impacte lourdement la génération de revenus, exige des établissements de crédit de se séparer d'une partie de leur personnel afin de limiter les frais de fonctionnement, seule possibilité de maintenir leurs niveaux de revenus. Ce phénomène, conjugué aux restructurations auxquelles le secteur bancaire sera encore confronté à l'avenir, fait que la tendance à la réduction des coûts, notamment par la diminution des frais de personnel, entamée dès le premier trimestre 2002, mettant ainsi fin à une croissance soutenue de plus de trois années, doit être vue comme une tendance qui se poursuivra dans le moyen terme.

En ce qui concerne la répartition par nationalité, l'emploi du secteur financier se répartit entre nationaux pour

GRAPHIQUE 30
EVOLUTION COMPARÉE DE L'FFECTIF DU SECTEUR FINANCIER ET DE L'EMPLOI INTÉRIEUR TOTAL



Source: BCL

environ 30% et étrangers pour environ 70%. Cette répartition s'est stabilisée au cours des cinq derniers trimestres, après une forte tendance haussière en faveur de l'emploi étranger, dont la part est passée de 66,1% au premier trimestre 2000 à 70,5% deux ans plus tard. Dans le secteur des PSF, la part de l'emploi étranger, stable sur les 5 dernières années, dépasse 80%, contre à peine 68% dans le secteur bancaire.

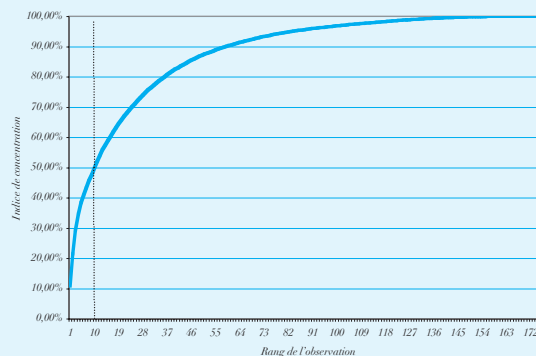
Par-delà la nationalité, la parité entre personnel masculin et féminin est pratiquement respectée, avec une représentation féminine avoisinant les 45%.

La diminution nette de l'emploi dans le secteur financier persiste donc également au premier trimestre 2003, bien que son rythme soit moins soutenu que celui observé en fin d'année 2002 et qu'il se place dans un contexte économique modifié. A observer les deux grands piliers de génération de revenus pour les banques luxembourgeoises, à savoir la demande de financement des agents économiques, ainsi que les marchés boursiers et financiers, la situation de ce début d'année est un peu différente de celle de la fin 2002. En effet, même si la situation économique des pays de la zone euro reste médiocre, il faut toutefois noter un redressement sensible des bourses mondiales, une légère reprise de l'indice de confiance des ménages au Luxembourg, ainsi que la levée d'incertitudes géopolitiques de court terme. Par conséquent, même si la situation de l'emploi dans le secteur financier reste tendue, elle pourra bénéficier de ce support, à condition que celui-ci se pérennise.

L'observation de la courbe de répartition de l'effectif des banques luxembourgeoises (*courbe de Lorentz*) dénote une prime aux grands établissements: ainsi, les 10 établissements les plus importants de la place concentrent la moitié de l'effectif (49,9%). Cette observation peut être répliquée pour le secteur des PSF, avec un léger décalage de la courbe vers la gauche, témoignant d'une part relative moins importante des grandes structures, avec 48,2% de l'effectif total représenté par les 10 PSF les plus importants. L'effectif moyen des structures a diminué de 3,98%, soit d'une unité depuis le dernier trimestre 2001, passant de 25,1 à 24,1. Tout ceci doit bien sûr être relativisé par la taille plus modeste des structures de PSF.

GRAPHIQUE 31

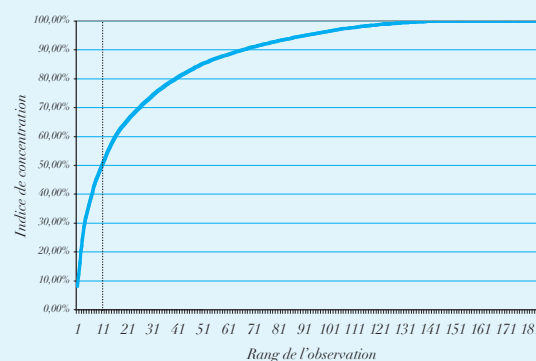
COURBE DE CONCENTRATION DE L'FFECTIF DES BANQUES (COURBE DE LORENTZ)



Source: BCL

GRAPHIQUE 32

COURBE DE CONCENTRATION DES PSF



Source: BCL

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

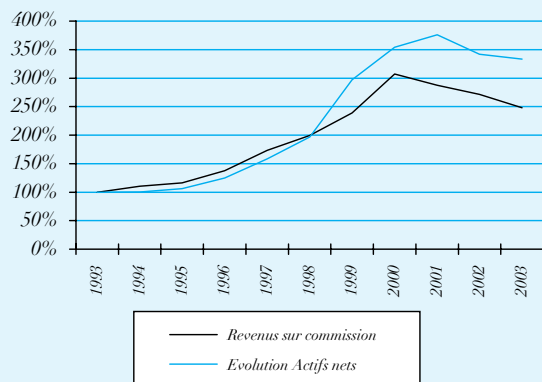
Les évolutions monétaires et financières observées au premier trimestre 2003 se sont inscrites dans un contexte de croissance économique très faible au Luxembourg comme dans la zone euro. Les marchés financiers et boursiers quant à eux se sont quelque peu redressés, mais leur volatilité reste encore marquée, incitant les investisseurs à un comportement prudent et attentiste. L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois, dont une partie importante de l'activité est liée aux interventions de la clientèle sur les marchés boursiers, est évidemment fortement impactée par ces développements et laisse apparaître, en conséquence, une diminution des revenus des banques.

Le résultat brut est en réduction de 3,8% sur un an en raison des baisses observées tant au niveau du solde net sur commissions (-15%), des opérations de change (-6,6%) que des revenus sur divers (-16,2%). La baisse du résultat brut de 81 millions d'euros est néanmoins quelque peu compensée par la compression des coûts (notamment des frais d'exploitation), ce qui a permis de garder un résultat avant provisions quasi stable par rapport à celui observé au 31 mars 2002.

La marge sur intérêt est en progression de 1,6% et atteint 1 122 millions d'euros au 31 mars 2003 contre 1 104 à la même date de l'année précédente. Cette augmentation peut s'expliquer par les baisses des taux directeurs de l'Eurosystème, ayant permis aux banques de procéder à des transformations d'échéances permettant d'augmenter les revenus sur intérêts. Fin mars 2003, les intérêts perçus s'élevaient à 10 361 millions d'euros (en baisse de 9,8% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient un montant de 9 239 millions d'euros (en diminution de 11% par rapport au 31 mars 2002).

GRAPHIQUE 33

EVOLUTION DES REVENUS SUR COMMISSIONS PAR RAPPORT À L'ÉVOLUTION DES ACTIFS NETS 1993-2003²³



Source: BCL

Le résultat hors intérêts, tout comme en 2002, a été fortement marqué par le solde net sur commissions et par les revenus nets sur divers. Le solde sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et par les fonds d'investissement, pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire et pour certaines, d'administration centrale, a évidemment souffert des conditions précaires présentes sur les marchés financiers. D'une part, la clientèle privée reste toujours sur ses gardes et, d'autre part, la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques, a affiché une chute nette de 14,9% en variation annuelle, au 31 mars 2003. Ceci explique la chute des commissions qui se chiffre à 108 millions d'euros (-15%) sur 12 mois, soit 718 millions d'euros au 31 mars 2002 contre 610 millions d'euros un an plus tard.

²³ Chiffres pour 2003 sont estimés sur base des chiffres disponibles au 31 mars 2003.

Tableau 14 *Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois* ¹⁾²⁾

		2002 / 03	2003 / 03	Variation en pourcentage	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	11 489	10 361	-9,8	-1 128
2	Intérêts bonifiés	10 385	9 239	-11,0	-1 146
3	Marge sur intérêt	1 104	1 122	1,6	18
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	54	100	85,2	46
5	sur commissions	718	610	-15,0	-108
6	sur opérations de change	76	71	-6,6	-5
7	sur divers	197	165	-16,2	-32
8	Revenus nets (4+5+6+7)	1 045	946	-9,5	-99
9	Résultat brut (3+8)	2 149	2 068	-3,8	-81
10	Frais de personnel	463	454	-1,9	-9
11	Frais d'exploitation	352	340	-3,4	-12
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	815	794	-2,6	-21
13	Impôts divers, taxes et redevances	17	12	-29,4	-5
14	Amortissements sur immobilisé non financier	73	74	1,4	1
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1 244	1 188	-4,5	-56

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

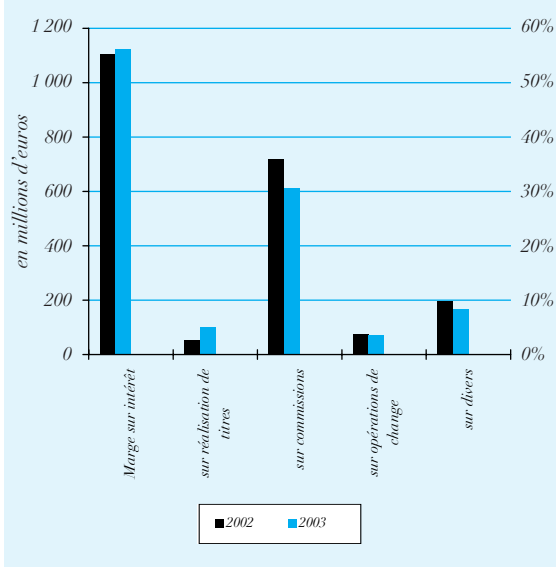
²⁾ Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Source: BCL

Au vu de ces différents développements, la marge sur intérêts, tout en diminuant en valeur absolue, augmente son importance relative dans le résultat brut, ce qui est aussi le cas du solde net sur réalisation de titres. Ces évolutions s'expliquent par la nette diminution des commissions perçues.

GRAPHIQUE 34

EVOLUTION ET VENTILATION DES PRINCIPALES COMPOSANTES DES REVENUS BANCAIRES AU PREMIER TRIMESTRE 2003 PAR RAPPORT AU PREMIER TRIMESTRE 2002



Le résultat brut dégagé au cours du premier trimestre 2003 atteint 2 068 millions d'euros, ce qui représente une chute de 3,8% sur 12 mois. Comparé au 4^e trimestre 2002 avec 2 137 millions d'euros, le résultat brut recule de 3,2% ou 69 millions d'euros en termes absolus.

Confrontés à la diminution des revenus, les établissements de crédit s'efforcent d'appliquer une meilleure maîtrise des coûts afin de maintenir des résultats nets à un niveau positif. De cette façon, on observe que les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) sont en baisse de 2,6% (-21 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 794 millions d'euros au 31 mars 2003. L'évolution récente de l'effectif occupé dans les établissements de crédit se reflète dans l'évolution des frais de personnel, en baisse de 1,9% (-9 millions d'euros), sur la même période. L'analyse comparée de cette situation met en évidence la poursuite et l'intensification de cette politique de réduction des coûts. Ainsi, les frais de personnel ont représenté 463 millions d'euros au premier trimestre 2002, contre 454 millions d'euros sur les trois premiers mois de l'année en cours.

Il convient enfin de noter une baisse sensible des impôts divers, taxes et redevances totalisant 5 millions d'euros (-29,4%) sur l'ensemble du premier trimestre 2003.

Compte tenu des diverses évolutions développées ci-dessus, le résultat avant provisions a diminué de 4,5% pour atteindre 1 188 millions d'euros au 31 mars 2003.

1.3.9 Le commerce extérieur

Durant les deux premiers mois de l'année 2003, le déficit du commerce extérieur a atteint 404,5 millions d'euros contre 386,6 millions pour la même période de l'année 2002, soit une hausse de 4,7%. La dégradation du solde commercial résulte du fait que les importations ont connu une hausse légèrement supérieure aux exportations. Sur les deux premiers mois de l'année en cours, les importations de biens ont augmenté de 3,3% en termes nominaux contre 3% pour les exportations. De même, en termes réels, les importations ont affiché une progression de 5,1% alors que les volumes exportés ont enregistré un taux de croissance de 4,4%.

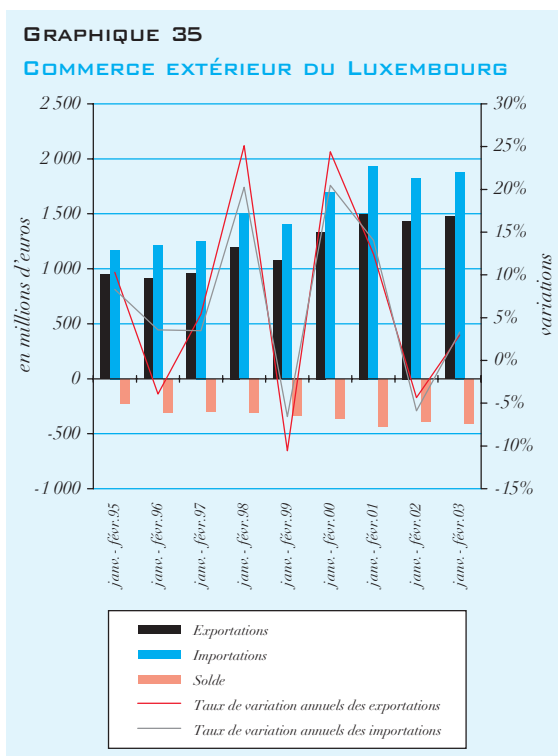
En ce qui concerne les prix relatifs, l'indice des valeurs unitaires des biens importés s'est déprécié de 1,7% contre une baisse de 1,4% pour l'indice des prix à l'exportation. Les termes de l'échange se sont donc légèrement améliorés (+0,3%) par rapport aux deux premiers mois de l'année 2002.

Les contributions positives à la croissance des importations de marchandises concernent presque toutes les catégories de produits, à l'exception du matériel de transport, des huiles et graisses qui ont respectivement baissé de 2,4% et de 24,5%. Suite à la hausse du prix du pétrole, observée en janvier et février 2003, les importations de produits énergétiques ont progressé de 12,1% en valeur. Notons également des taux de croissance élevés pour les importations d'articles manufacturés en métaux communs et pour les consommations intermédiaires de l'industrie plastique et de l'industrie des supports audiovisuels.

Au cours des deux premiers mois de l'année 2003, les achats de biens en provenance d'Allemagne, de Belgique et de France ont progressé de 1,5% pour atteindre 1 458 millions d'euros, soit 77,5% de toutes les importations luxembourgeoises. Les importations en provenance des pays candidats à l'adhésion, d'Amérique et d'Asie ont connu une hausse relativement importante sur la période sous revue.

En ce qui concerne les exportations, les fournitures de produits de l'industrie sidérurgique ont chuté de 12,2% reflétant la faiblesse de la demande mondiale. Parmi les autres catégories d'exportations en recul, il y a lieu de citer les produits alimentaires, les matières brutes non comestibles ainsi que les combustibles minéraux. Les livraisons de machines et équipements, d'articles manufacturés et de produits chimiques ont contribué positivement à la croissance des exportations.

En termes de répartition géographique, de janvier à février 2003, les livraisons à destination des pays membres de la zone euro, qui représentent 78% de toutes les exportations, ont crû de 4,8%. En dehors de la zone euro, les livraisons de biens vers l'Amérique et l'Asie ont augmenté de plus de 10% tandis que celles vers les pays d'Europe de l'Est ont diminué de près de 15%.



Source: STATEC

1.3.10 La balance des paiements courants

1.3.10.1 Compte courant

Sur toute l'année 2002, le compte courant s'est soldé par un excédent de 1 886 millions d'euros contre 1 976 millions d'euros en l'an 2001. Cette baisse s'inscrit dans un environnement international morose caractérisé par un tassement des échanges extérieurs de biens et services.

Après avoir connu une progression de 7,6% en l'an 2001, le déficit de la **balance commerciale** s'est sensiblement réduit de 17,2% pour atteindre 2 287 millions d'euros en 2002. Cette importante chute provient de la contraction des importations de marchandises (-2,9%) combinée à une légère hausse des exportations de biens (+1,1%). La contribution positive à la modeste croissance des exportations provient des ventes exceptionnelles d'or non-monnaire.

Quant à la **balance des services**, son excédent a subi une légère baisse de 0,8% par rapport à l'année précédente pour atteindre 7 126 millions d'euros. Dans l'ensemble, les échanges internationaux de services se sont caractérisés par une réduction de 2,3% pour les

recettes et de 3,1% pour les dépenses. Ainsi, les entrées liées aux services financiers, qui, d'habitude, contribuent fortement à l'excédent courant, se sont détériorées de 5,8% au cours de l'année 2002. La dégradation des flux de services financiers est due à la baisse des cours boursiers dans la mesure où une grande partie des recettes provient des commissions encaissées sur base de la valeur des actifs détenus par les organismes de placement collectif.

Parmi les autres rubriques du compte courant, les **revenus** ont également vu leurs flux bruts diminuer de 9,2% du côté des recettes et de 8,3% du côté des dépenses. Le déficit global des revenus s'est établi à 2 196 millions d'euros, soit une détérioration sensible de 19,5%, due aux rémunérations nettes versées aux travailleurs non-résidents et, dans une moindre mesure, aux dividendes payés aux actionnaires non-résidents. L'accentuation du déficit des rémunérations s'explique d'un côté par les hausses des salaires et de l'autre par le fait que les frontaliers, même si leur progression s'est ralentie, continuent à occuper une part importante des nouveaux emplois créés. Quant à l'excédent de l'ensemble des revenus du capital, il s'est stabilisé à près d'un milliard d'euros.

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

Tableau 15 Soldes du compte courant

(en millions d'euros)

	2001	2002 ¹⁾
Opérations courantes	1 976	1 886
Biens	-2 763	-2 287
Services	7 186	7 126
Rémunération des salaires	-2 863	-3 216
Revenu des investissements ²⁾	1 026	1 020
Transferts courants	-609	-757

Notes: ¹⁾ Chiffres provisoires

²⁾ y compris les bénéfices réinvestis

Source: BCL, STATEC

1.3.10.2 Compte financier

Le compte de capital, qui recense les remises de dettes et les transactions sur actifs non financiers non produits (brevets, marques), s'est soldé par un déficit de 172 millions d'euros sur toute l'année 2002. Ce déficit provient surtout des transferts en capital accordés par les administrations publiques luxembourgeoises.

Au cours de l'année 2002, le compte des opérations financières a enregistré des sorties nettes importantes pour les investissements directs et les autres investissements, alors que des entrées substantielles ont été répertoriées pour les investissements de portefeuille. Après compensation, les sorties nettes se sont finalement établies à 2 505 millions d'euros pour l'ensemble du compte financier.

Globalement, les flux d'**investissements directs** se sont soldés par des sorties nettes de 30 190 millions d'euros. Les résidents luxembourgeois ont réalisé des investissements directs à l'étranger pour un montant total de 163 710 millions d'euros. Il s'agit, pour près de 75%, d'importantes prises de participation réalisées par les sociétés holdings résidentes. Ces participations ont nécessité des augmentations de capital qui ont été souscrites par des non-résidents, ce qui explique l'essentiel des entrées (133 520 millions d'euros), enregistrées au titre de l'investissement direct au Luxembourg. En dehors de ces opérations en capital, les flux nets sortants d'investissements directs ont porté sur les prêts et dépôts entre sociétés affiliées.

Les **investissements de portefeuille** ont été caractérisés par des entrées nettes de l'ordre de 83 260 millions d'euros. Du côté des engagements, les achats des titres

luxembourgeois par des non-résidents ont totalisé 72 567 millions d'euros d'entrées. Ces entrées nettes proviennent essentiellement des placements en titres de participation, notamment des émissions de parts d'OPC luxembourgeois. A cela s'ajoutent aussi les entrées importantes liées aux émissions d'instruments du marché monétaire et d'obligations. Du côté des avoirs, sur toute l'année 2002, les résidents luxembourgeois ont vendu et/ou bénéficié de remboursements de titres émis par les non-résidents pour un montant total de 10 693 millions d'euros. Suite à la morosité des marchés boursiers, les résidents ont eu tendance à délaissier les placements en actions au profit des obligations qui ont enregistré des sorties nettes de 21 291 millions d'euros. Les résidents ont également bénéficié, à concurrence de 28 153 millions d'euros, de remboursements d'instruments du marché monétaire émis par les non-résidents.

Concernant les flux enregistrés à la rubrique «**autres investissements**», les sorties nettes de capitaux ont atteint, du côté des engagements, 29 207 millions d'euros. Ces sorties sont entièrement attribuables aux mouvements dans les dépôts d'institutions financières et monétaires luxembourgeoises. Du côté des avoirs, les sorties de fonds ont totalisé 26 008 millions et sont liées aux dépôts à l'étranger des autres secteurs.

Au cours de l'année 2002, les **avoirs de réserve** de la Banque centrale du Luxembourg ont augmenté de près de 36 millions d'euros suite à des variations survenues dans sa position de réserve auprès du FMI.

Enfin, les erreurs et omissions nettes se sont élevées à 791 millions d'euros sur toute l'année 2002.

Tableau 16 **Compte financier au cours de l'année 2002** ^{1) 2)}

	<i>(en millions d'euros)</i>		
	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Solde</i>
Compte financier			-2 505
Investissements directs			-30 190
à l'étranger			-163 710
au Luxembourg			133 520
Investissements de portefeuille	10 693	72 567	83 260
Produits financiers dérivés			-323
Autres investissements	-26 008	-29 207	-55 215
Avoirs de réserve ³⁾			-36
Erreurs et omissions			791

Notes: ¹⁾ Chiffres provisoires

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

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

Source: BCL, STATEC

1.3.11 Les finances publiques

Les récents comptes nationaux, publiés en mai par le STATEC, mettent en lumière une nette réduction de la capacité de financement des administrations publiques luxembourgeoises. Alors que l'excédent culminait à plus de 6% du PIB en 2001, il est en effet revenu à 2,5% en 2002. Cette évolution défavorable reflète en partie l'impact de la vente par l'Etat, en 2001, d'une licence d'exploitation à la société SES Global. Cette transaction non récurrente avait donné lieu à une amélioration du solde budgétaire en 2001, à concurrence de près de 2% du PIB. Du fait de la nature temporaire de l'opération, l'exercice 2002 n'a pu bénéficier de ce facteur. La détérioration de la situation budgétaire s'explique également par un contexte économique moins favorable, notamment dans le secteur financier.

Enfin, d'importantes mesures discrétionnaires ont été mises en œuvre en 2002. Il s'agit notamment du rehaussement des pensions dans la foulée du Rentendesch, de la hausse des allocations familiales, de l'instauration

d'un forfait d'éducation et de l'allègement des impôts dont sont redevables les particuliers et les sociétés. Les dépenses totales des administrations publiques ont dès lors enregistré une hausse soutenue, à peine inférieure à 10%²⁴, tandis que la croissance nominale des recettes s'est établie à 4,7%. Cette hausse demeure appréciable en dépit du ralentissement conjoncturel et de l'impact de la réforme fiscale, sous l'effet d'une nette accélération de la perception auprès des sociétés des soldes d'impôts directs liés aux années antérieures.

Selon les projections de la BCL, la situation budgétaire devrait encore se détériorer en 2003 et en 2004. Le surplus des administrations publiques disparaîtrait en 2003, et il laisserait la place à de significatifs besoins de financement l'année suivante en raison d'une décélération du paiement des soldes d'impôts, d'une augmentation toujours soutenue des transferts sociaux et d'une hausse significative des investissements publics. Ces derniers passeraient en effet de 4,6% du PIB en 2002 à 5,6% en 2004.

Tableau 17 *Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises (pourcentages du PIB)*

	2001	2002	2003 _p	2004 _p
Recettes totales	45,9	47,5	47,3	46,6
Dépenses totales	39,6	45,0	47,4	48,3
Capacité (+) ou besoin de financement (-)	6,3	2,5	-0,1	-1,7
dont administration centrale	3,0	-0,1	-1,7	-3,0
dont pouvoirs locaux	0,2	0,3	0,1	-0,1
dont sécurité sociale	3,0	2,3	1,5	1,4
Capacités (+) ou besoins de financement (-) apurés du cycle conjoncturel				
Ensemble des administrations publiques	5,1	2,0	0,1	-1,3
Administration centrale	2,4	-0,3	-1,5	-2,7

Source: STATEC, IGSS, BIT, IGF, Ministère des Finances, calculs BCL

²⁴ Compte non tenu de la transaction relative à la société SES Global, sans quoi la croissance des dépenses totales des administrations publiques aurait dépassé 14%.

Une telle situation serait préoccupante à au moins trois égards. En premier lieu, deux des trois lignes directrices²⁵ de la politique budgétaire, qui ont été mentionnées dans l'accord de coalition d'août 1999 et dans les programmes de stabilité successifs, seraient systématiquement violées de 2002 à 2004. Le solde des administrations publiques ne serait en effet nullement en excédent et de surcroît, les comptes de l'administration centrale accuseraient un déficit. Par ailleurs, la norme selon laquelle les dépenses de l'Etat devraient à moyen terme évoluer en ligne avec la croissance du PIB n'a à l'évidence pas été respectée au cours des dernières années. Les récents comptes nationaux révèlent en effet que les dépenses nominales de l'administration centrale²⁶ seraient supérieures au niveau atteint en 1999 à raison de 29%, alors que le PIB à prix courants n'aurait dans le même temps progressé que de 18%.

En second lieu, le besoin de financement de 1,7% prévu en 2004 ne fournirait pas une marge de sécurité suffisante, qui permettrait de garantir en toutes circonstances le respect de la valeur de référence de 3% du Traité de Maastricht. La projection de la BCL repose sur une croissance du PIB réel située entre 1 et 1,5% en 2003 et entre 2 et 3% en 2004. Si d'aventure le PIB réel stagnait au cours de ces deux années, le besoin de financement des administrations publiques se monterait à près de 3% du PIB en 2004, du fait du déclenchement des stabilisateurs automatiques.

En troisième lieu, les projections de la BCL indiquent que les soldes apurés de l'incidence de la conjoncture seraient négatifs en 2004, à raison de 1,3 et 2,7% du PIB, respectivement pour l'ensemble des administrations publiques et pour le seul Etat central. S'ils devaient subsister au-delà de 2004, ces déficits ajustés mettraient en péril la soutenabilité des finances publiques luxembourgeoises, d'autant que ces dernières vont subir l'incidence du vieillissement de la population et de l'arrivée à l'âge de la retraite d'importants contingents de frontaliers et de travailleurs étrangers. Les

dépenses de santé sont également susceptibles de croître à un rythme très soutenu. Selon l'Union des Caisses de Maladie, les dépenses effectives de l'assurance-maladie maternité se seraient en tout cas accrues de 8,6% par an, en termes nominaux, de 1985 à 2001.

La situation budgétaire pourrait certes être confortée par l'instauration d'une retenue à la source sur les revenus d'intérêt des non-résidents à partir de 2005. En outre, comme l'a indiqué le Premier Ministre dans la déclaration sur la situation économique, sociale et financière du pays, prononcée le 20 mai, cette mesure devrait s'accompagner d'un prélèvement de 10% sur les revenus d'intérêt des résidents dès 2005 ou 2006. Les modalités d'application des prélèvements à la source ne sont cependant pas encore connues, de sorte que leurs retombées budgétaires ne peuvent être correctement appréhendées à ce stade. Par ailleurs, l'instauration de ces prélèvements ira de pair avec une suppression de l'impôt sur la fortune dont sont redevables les personnes physiques. Enfin, deux récents projets de loi pourraient donner lieu à des dépenses additionnelles. Il s'agit d'une part du projet concernant les relations entre l'Etat et l'enseignement privé, qui prévoit notamment des aides à l'investissement en faveur des écoles primaires et postprimaires privées, et d'autre part du projet relatif à la gestion de l'infrastructure ferroviaire, cette dernière devant être modernisée et sécurisée.

Dans un tel contexte, il importe de surveiller étroitement l'évolution des dépenses des administrations publiques et de faire preuve de la plus grande rigueur dans l'exécution du budget. Dans son dernier avis sur l'évolution économique, sociale et financière du pays, le Conseil Economique et Social estime d'ailleurs «qu'il y a lieu de veiller à assurer la soutenabilité des finances publiques. Cela doit passer par une bonne maîtrise des dépenses publiques à réaliser, entre autres, par une lutte contre les gaspillages et par une discipline accrue en matière de collecte des recettes fiscales».

25 *En vertu de ces trois lignes de force, «la capacité de financement du secteur public devra rester excédentaire», «le solde budgétaire de l'administration centrale devra rester en équilibre» et «la croissance des dépenses ordinaires de l'Etat devra être inférieure à la croissance du budget total».*

26 *Y compris les dépenses effectives des fonds spéciaux et des établissements publics.*

Les facteurs d'incertitude

Les projections de finances publiques doivent être interprétées avec prudence, du fait de l'existence de multiples sources d'incertitude. En premier lieu, les hypothèses macroéconomiques sous-jacentes pourraient subir certaines inflexions, à la hausse ou à la baisse, au cours des prochains mois, ce qui ne manquerait pas d'affecter les recettes des administrations publiques et les dépenses de chômage. En deuxième lieu, le montant des recettes directes perçues auprès des collectivités est particulièrement difficile à anticiper, car plus de cinq années peuvent s'écouler entre le fait générateur de l'impôt et le règlement final, la durée de ce délai pouvant varier en fonction, notamment, des modalités de recouvrement de l'impôt. En troisième lieu, l'évolution des dépenses dans le secteur des soins de santé est soumise à de multiples déterminants, de sorte qu'elle ne peut être inférée avec toute la précision requise. Enfin, l'accroissement futur des dépenses d'investissement des administrations publiques est difficile à cerner, car le taux d'exécution des dépenses budgétées et inscrites aux programmes pluriannuels des dépenses en capital a fait preuve d'une certaine volatilité au cours des années récentes.

