

Chapitre 1

LA SITUATION ECONOMIQUE ET
FINANCIERE

1.1	La situation économique dans la zone euro	14
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	14
1.1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	15
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.1.4	Les marchés boursiers	16
1.1.5	Le taux de change de l'euro	17
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	18
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	19
1.1.8	Le commerce extérieur	21
1.1.9	La balance des paiements	23
1.1.9.1	Le compte des transactions courantes	23
1.1.9.2	Le compte financier	23
1.2	La situation économique au Luxembourg	25
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	25
1.2.1.1	Les prix à la consommation	25
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	28
1.2.2	L'industrie	29
1.2.3	La construction	30
1.2.4	Le commerce et les autres secteurs	34
1.2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	34
1.2.6	Le marché du travail	35
1.2.6.1	L'emploi	35
1.2.6.2	Le chômage	36
1.2.6.3	Les coûts salariaux	37
1.2.7	Le secteur financier	38
1.2.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	38
1.2.7.2	Les établissements de crédit	40
1.2.7.3	Les organismes de placement collectif	53
1.2.8	Le commerce extérieur	54
1.2.9	La balance des paiements courants	55
1.2.9.1	Le compte courant	55
1.2.9.2	Le compte financier	56
1.2.10	Les finances publiques	59

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

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

Les dernières analyses économiques et monétaires indiquent que l'orientation de la politique monétaire demeure compatible avec la stabilité des prix à moyen terme mais que certains risques à la hausse sur les prix nécessitent une vigilance particulière.

Tableau 1 Taux directeurs de l'Eurosystème

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

Source: BCE

En ce qui concerne l'analyse économique, les indicateurs conjoncturels relatifs à la production et à la demande confirment la poursuite de la reprise économique dans la zone euro. S'agissant de l'avenir, le Conseil des Gouverneurs reste confiant et anticipe une prolongation du redressement de l'activité économique. La reprise de l'économie mondiale devrait soutenir les exportations de la zone euro et les conditions de financement favorables devraient soutenir l'investissement. S'agissant des perspectives en matière de prix, le renchérissement actuel du pétrole exerce des tensions sur la stabilité des prix à court terme. Ainsi, l'ICPH devrait rester au-dessus de 2 % pour le reste de l'année.

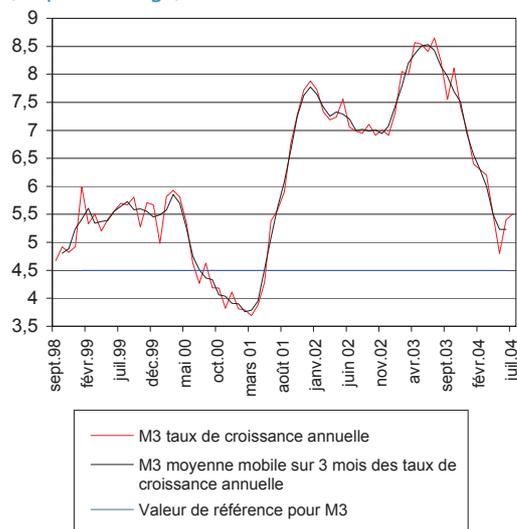
En ce qui concerne l'analyse monétaire, malgré un rebond enregistré en juin, la diminution des taux de croissance annuels de l'agrégat monétaire large M3

s'est poursuivie ces derniers mois. Globalement, les taux de croissance annuelle de M3 ont augmenté jusqu'en juillet 2003 (taux de croissance annuelle de 8,7 %) et se sont ensuite repliés pour atteindre 5,5 % en juillet 2004. Ce ralentissement de la progression de M3 est lié à l'atténuation des incertitudes économiques, politiques et financières prévalant depuis 2001. Or, le dénouement des positions de sécurité prises antérieurement ne se fait que timidement. De plus, le bas niveau actuel des taux d'intérêt dans une perspective de long terme, continue à soutenir l'appétit des investisseurs pour les actifs les plus liquides inclus dans l'agrégat monétaire. Ainsi, la liquidité reste élevée dans la zone euro et met en évidence la nécessité de rester vigilants quant aux risques potentiels pour la stabilité de prix.

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

Graphique 1

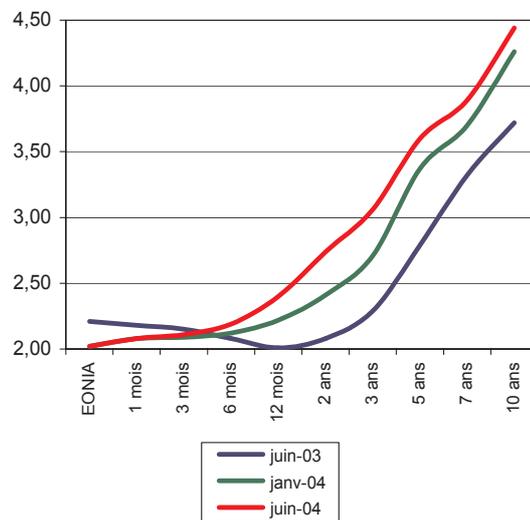
Croissance de M3 de la zone euro
(en pourcentage)



Source: BCE

Graphique 2

La structure par terme des taux d'intérêt



Source: BCE

1.1.2 Les taux d'intérêt appliqués par les IFM

Les taux d'intérêt offerts par les institutions financières monétaires (IFMs) de la zone euro à leur clientèle de la zone euro, pour des crédits ou des dépôts à taux variables, ont dans l'ensemble diminué entre le premier et le second trimestre 2004. Les taux portant sur des crédits ou des dépôts, dont la durée de fixation est supérieure à un an se sont légèrement contractés entre mai 2004 et juin 2004. Cette contraction est la traduction de la pentification² de la structure par terme des taux d'intérêt. En effet, les taux courts du marché monétaire sont restés presque inchangés depuis le début de l'année 2004, alors que les taux longs sont à la hausse depuis le second trimestre 2003. A l'instar des marchés, les banques anticipent un renchérissement du loyer de l'argent dans les mois à venir et adaptent le niveau des taux d'intérêt offerts à leur clientèle.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, après une baisse de 20 points de base entre mars (6,80 %) et avril 2004 (6,60 %), le taux moyen agrégé pour la zone euro dont la durée de fixation est comprise entre un et cinq ans, a augmenté de 10 points de base entre avril 2004 et juin 2004 (6,70 %). A l'opposé, les taux variables portant sur les crédits immobiliers sont restés pratiquement stables sur le second trimestre 2004, diminuant de deux points de base entre avril (3,42 %) et mai (3,40 %) et reprenant ces deux points de base entre mai et juin (3,42 %). La catégorie des autres crédits, qui affiche des taux variables au demeurant plutôt volatiles au cours du temps, ne porte pas de tendance particulière.

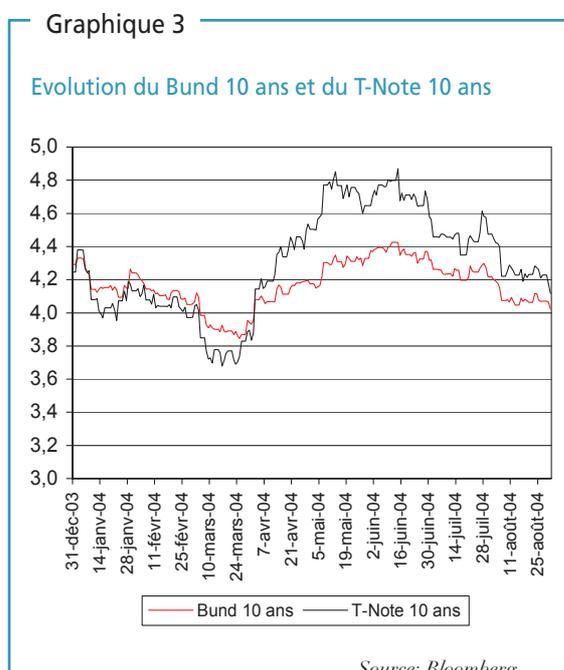
Par rapport à mai 2004, les taux variables des crédits aux sociétés non-financières ont affiché une baisse de deux points de base pour la tranche inférieure à un million d'euros, à 3,96 % en juin 2004, tandis que ceux portant sur des montants supérieurs à un million d'euros, étaient en hausse de sept points de base, à 3,02 % en juin 2004. Sur base trimestrielle, ces deux segments sont orientés à la hausse, avec des progressions respectives de 2 et 11 points de base.

La rémunération des dépôts à vue des ménages de la zone euro est restée inchangée entre mars et juin 2004

² La pentification de la structure par terme des taux d'intérêt se produit lorsque les taux à court terme augmentent moins ou diminuent plus que les taux à long terme. Le phénomène inverse s'appelle l'aplatissement.

à 0,70 %, celle des sociétés non-financières n'augmentant que d'un point de base entre mars et juin 2004 à 0,87 %. Cette situation tranche avec celle des dépôts de maturité inférieure à un an, dont les taux ont augmenté de trois points de base pour les ménages, à 1,88 %, comme pour les sociétés non-financières, à 1,99 %, sur les deux derniers mois du trimestre. Cela reste toutefois conforme à l'évolution de la structure par terme des taux.

1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme



Au cours du premier trimestre, les rendements publics à long terme se sont quelque peu repliés dans la zone euro et aux Etats-Unis. Cette évolution est due aux modifications des anticipations des opérateurs de marché quant à l'orientation de la politique monétaire et les perspectives légèrement moins optimistes en matière de croissance économique.

Ensuite, les rendements publics à long terme ont progressé à partir de fin mars. La hausse des rendements a été particulièrement prononcée aux Etats-Unis suite à la publication de données macroéconomiques meilleures qu'anticipé (principalement en matière d'emploi). Parallèlement, les investisseurs ont revu à la hausse

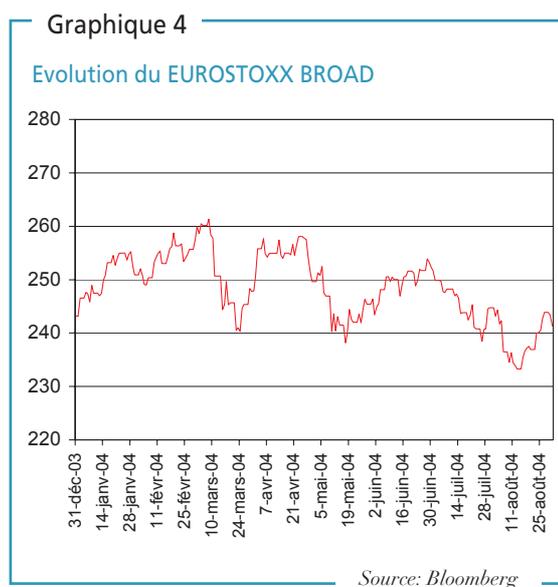
leurs anticipations d'inflation. Dans la zone euro, les rendements des emprunts publics ont globalement suivi l'évolution des rendements publics américains, bien que la reprise des rendements à partir de la fin mars ait été plus modérée.

Cette hausse s'est interrompue à partir de la deuxième moitié de mai et les rendements se sont stabilisés jusqu'à la fin du mois de juin. Finalement, les rendements des emprunts publics à long terme ont fléchi en juillet et en août aussi bien dans la zone euro qu'aux Etats-Unis. Le recul des taux américains s'est fait suite à la publication de données relatives à l'activité économique et l'inflation globalement plus faibles qu'attendu. Les données sur l'emploi américain en juillet ont particulièrement déçu les opérateurs de marché.

Bien que les chiffres publiés dans la zone euro aient été plutôt conformes aux attentes, les rendements obligataires publics européens ont fléchi, entraînés par le recul des rendements publics américains.

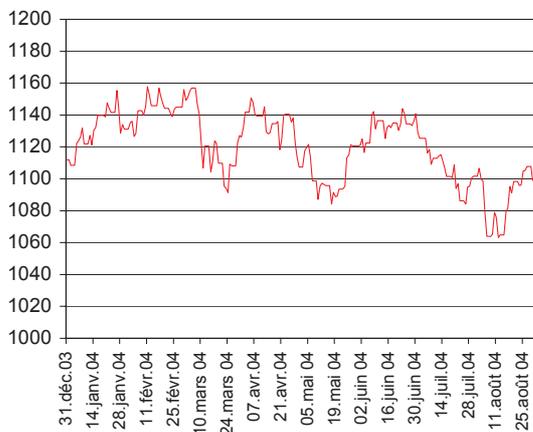
Entre fin décembre 2003 et fin août 2004, le rendement de l'emprunt public américain T-Note 10 ans a baissé de 13 points de base pour atteindre 4,12 %. Pendant la même période, les rendements publics à long terme dans la zone euro (mesurés ici par l'emprunt allemand Bund 10 ans) ont baissé de 27 points de base s'établissant à 4,02 %.

1.1.4 Les marchés boursiers



Graphique 5

Evolution du S&P 500



Source: Bloomberg

Les cours boursiers ont progressé pendant les premiers mois de l'année en cours. Cette reprise des marchés s'est inscrite dans le cadre de signaux positifs sur le front des résultats d'entreprises pour le dernier trimestre 2003. Le recul concomitant des rendements obligataires à long terme devrait également avoir favorisé la hausse des bourses.

En mars, la tendance à la hausse des cours boursiers s'est interrompue dans le sillage du regain d'incertitudes géopolitiques suite aux attentats de Madrid du 11 mars. En avril, les cours boursiers ont fortement fluctué sous l'influence de données macroéconomiques globalement positives et de craintes quant à un resserrement monétaire aux Etats-Unis, pour ensuite fléchir fragilisés par la flambée des prix du pétrole et son potentiel impact sur la croissance économique et l'inflation. Le rebond durant le mois de juin a eu lieu dans le sillage de la révision à la hausse des anticipations en matière de rentabilité des entreprises.

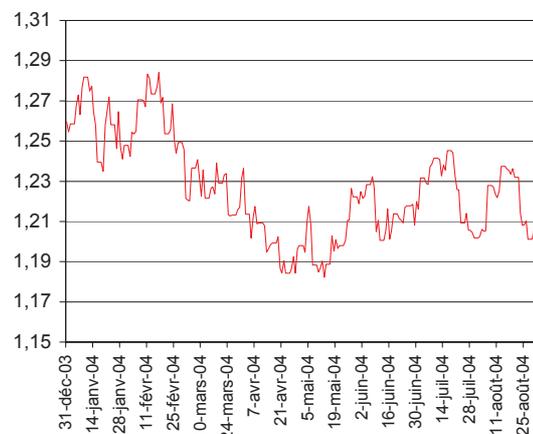
Or, en juillet et la première moitié du mois d'août, les cours des actions ont à nouveau fléchi en raison de la persistance des cours élevés du pétrole ainsi que de la publication de certaines données macroéconomiques moins bonnes que prévu (emploi, creusement du déficit commercial). De plus, bien que les résultats d'entreprises publiés pour le deuxième trimestre aient largement dépassé les attentes, de nombreuses entreprises ont émis des avertissements sur résultats pour le reste de l'année.

Finalement, l'Eurostoxx et le S&P500 ont progressé à partir du 15 août dans le sillage de la détente des prix du brut et de déclarations optimistes émanant de la Fed et de l'Eurosystème. Ainsi, fin août, le S&P500 est à 1104 points (soit - 0,7 % sur l'année) et l'Eurostoxx Broad à 241 points (soit - 0,8 % sur l'année).

1.1.5 Le taux de change de l'euro

Graphique 6

Evolution du taux de change EUR/USD



Source: Bloomberg

Le taux de change entre l'euro et le dollar a enregistré de fortes fluctuations en début de l'année. A partir de la mi-février, un long repli de l'euro s'est installé dans le sillage d'une série de déclarations publiques d'inquiétude quant aux possibles répercussions de l'évolution du dollar sur l'industrie exportatrice européenne. L'euro a poursuivi son recul par rapport au dollar jusqu'en mai sur base d'informations confirmant le renforcement de la reprise économique aux Etats-Unis.

Bien que sujet à de fortes fluctuations, l'euro a globalement progressé à partir de la deuxième moitié du mois de mai. Cette évolution s'inscrit dans le cadre de la publication de données mitigées concernant l'activité économique aux Etats-Unis et à la montée des incertitudes géopolitiques.

Fin juillet, des propos optimistes des autorités monétaires américaines et la publication de données indiquant une amélioration de la confiance des ménages ont

contribué à une appréciation du dollar. Le dollar s'est à nouveau replié la deuxième semaine du mois d'août après le creusement du déficit commercial américain et le niveau élevé du prix du pétrole. Parallèlement les chiffres publiés dans la zone euro sont sortis globalement conformes aux attentes (surtout le PIB au deuxième trimestre). Finalement le dollar a de nouveau progressé par rapport à l'euro dans le sillage des propos optimistes de la Fed sur la santé de l'économie américaine et la détente des prix du pétrole.

En date du 31 août 2004, l'euro est à un niveau de 1,2183 USD, soit 3,3 % en-dessous de son niveau de fin 2003.

1.1.6 L'évolution des prix à la consommation

L'inflation de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a fortement progressé entre février et mai 2004, passant de 1,6 % à 2,5 %. Cette évolution est due partiellement à de

considérables effets de base liés au recul des prix de l'énergie en avril et mai 2003. D'autres facteurs tels que la flambée des cours du pétrole exprimés en euros et l'alourdissement de la fiscalité indirecte sur les produits du tabac ont également apporté une forte contribution haussière au rythme annuel de variation de l'IPCH.

Le ralentissement de la hausse annuelle des prix de l'énergie (de 6,7 % en mai à 5,9 % en juin et juillet) et des produits alimentaires non transformés (de 1,7 % en mai à 0,7 % en juillet) s'est traduit par un fléchissement de l'inflation de la zone euro, revenue à 2,4 % en juin et à 2,3 % en juillet.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le rythme annuel de progression de l'IPCH s'est établi à 2,3 % en août, inchangé par rapport à juillet. A noter qu'aucune ventilation détaillée n'est encore disponible pour le mois d'août et que cette estimation est entourée d'un certain degré d'incertitude en raison de son caractère provisoire.

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)

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

Source: Eurostat

Le rythme annuel de variation de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie a été à peu près stable au cours des derniers mois, à 2,1 % en juillet après 2,2 % en juin et 2,1 % en mai. Le taux de progression annuel des prix des produits alimentaires transformés a diminué, revenant de 4,1 % en mars à 3,8 % en juin et juillet, tandis que celui des prix des services a progressé de 2,5 % à 2,7 % sur la même période. Enfin, la hausse annuelle des prix des produits manufacturés hors énergie est demeurée modeste, fluctuant entre 0,7 % et 1,0 % entre mars et juillet 2004.

Les marchés s'attendent actuellement à ce que les cours du pétrole restent élevés pendant une période plus longue qu'anticipée antérieurement. Si tel devait être le cas, le rythme de progression annuel de l'IPCH global demeurerait supérieur à 2 % pendant le reste de l'année et les premiers mois de 2005. Le glissement annuel des prix à la consommation ne devrait revenir en deçà de 2 % que dans le courant de 2005, lorsque l'incidence des importants chocs à la hausse enregistrés en 2004 (prix de l'énergie, fiscalité indirecte et des prix régle-

mentés) se sera dissipée. A plus long terme, les taux d'inflation devraient demeurer compatibles avec la stabilité des prix à condition que la modération salariale soit maintenue et qu'il n'y aurait donc pas d'effet de second tour à travers les salaires et la formation des prix.

La BCE vient de publier les projections établies par ses services dans son Bulletin mensuel de septembre 2004. Selon ces projections, la progression moyenne de l'IPCH s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1 % et 2,3 % en 2004 et se situerait entre 1,3 % et 2,3 % en 2005.

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

Les informations relatives à l'activité dans la zone euro pour le premier trimestre confirment le redémarrage de la croissance économique et indiquent une poursuite de la reprise au deuxième trimestre (0,5 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre selon l'estimation précoce après 0,6 % le trimestre précédent). L'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses révèle que le raffermissement de la croissance trimestrielle affiché au premier trimestre provient principalement du redressement de la contribution des exportations nettes (0,3 p.p. après -0,4 p.p. au cours du dernier trimestre de 2003) ainsi que de la consommation privée (0,3 p.p. au premier trimestre 2004 contre 0,1 p.p. le trimestre précédent).

Plus précisément, sur le plan extérieur, le renchérissement de la part contributive des exportations nettes traduit un très vif redressement de la croissance des exportations (1,5 % après 0,3 % lors du trimestre précédent), en liaison avec le renforcement de l'activité au niveau mondial, tandis que la progression des importations a décéléré en raison de la croissance encore modeste de la demande domestique (0,9 % après 1,4 %). Sur le plan intérieur, la contribution de la demande domestique à la croissance du PIB a reculé au cours du trimestre sous revue (0,3 p.p. après 0,8 p.p. le trimestre précédent) nonobstant le renforcement de l'apport de la consommation privée à la croissance (0,3 p.p. contre 0,1 p.p. le dernier trimestre 2003). En effet, les parts contributives des autres composantes de la demande domestique, à savoir, celle de la formation des stocks (0,0 p.p. contre 0,4 p.p. le trimestre précédent), de la formation brute de capital fixe (0,0 p.p. après 0,2 p.p.) et celle de la

dépense de consommation finale des administrations publiques (0,0 p.p. contre 0,1 p.p. le quatrième trimestre 2003) se sont éteintes.

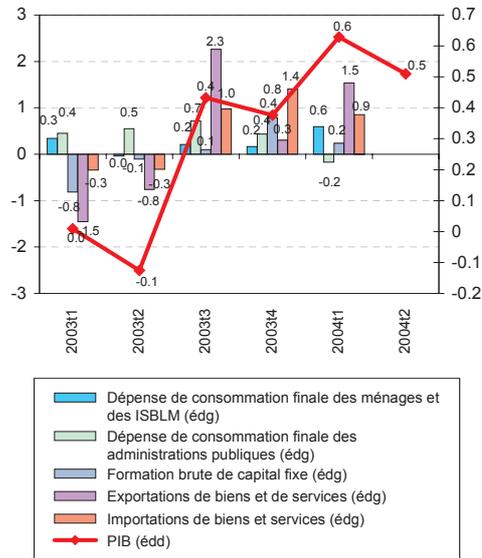
Dans une optique prospective, la reprise amorcée depuis le second semestre de 2003 et qui s'est poursuivie au cours du premier semestre de l'année confirme le scénario de base retenu par la Commission européenne³ et l'OCDE, à savoir, celui d'une amélioration graduelle de l'activité économique qui devrait continuer à se redresser et se généraliser tout au long de 2004. Les dernières projections d'été de la BCE s'inscrivent dans ce schéma de redémarrage de la croissance, tout en étant plus optimistes que celles issues de l'exercice de projections du printemps 2004. En effet, les intervalles relatifs à la croissance annuelle du PIB sur l'horizon couvert par les projections ont été relevés, s'établissant désormais entre 1,6 % et 2,2 % pour 2004 et 1,8 % et 2,8 % pour 2005. Un renforcement tant de la demande extérieure que de la demande domestique présideraient à cet élan de croissance. Parmi les composantes de la demande domestique, la consommation privée progressera dans des fourchettes de 1,2 % et 1,6 % et de 1,5 % et 2,7 % respectivement en 2004 et en 2005. De fait, elle devrait bénéficier de la croissance du revenu disponible réel qui serait conforté par des taux d'intérêt historiquement bas et par la reprise décalée de la croissance de l'emploi (contribuant tant au revenu disponible qu'à la confiance des ménages). La croissance annuelle de la consommation publique devrait quant à elle demeurer modeste s'établissant dans des intervalles de 0,7 % et de 1,7 %, et de 0,5 % et 1,5 % respectivement en 2004 et en 2005. Après avoir enregistré trois années de baisse, la formation brute de capital fixe devrait à nouveau renouer avec un taux de croissance annuel positif en 2004 et significativement rebondir en 2005 (entre 0,8 % et 2,4 % en 2004 et entre 2,0 % et 5,2 % en 2005) sous l'influence d'une demande externe renforcée et de conditions de financement très favorables.

La croissance des exportations et des importations devrait aussi reprendre vigueur courant 2004 et 2005 dans le sillage de l'accélération de la croissance mondiale et domestique (resp. dans des intervalles de 4,8 %/ 7,6 % et de 5,6 %/ 8,8 % en 2004 et 2005 du côté des exportations et de 3,7 %/ 6,7 % et de 5,3 %/ 8,7 % en 2004 et 2005 du côté des importations).

³ Les projections de la Commission européenne tablent sur une croissance trimestrielle du PIB située dans un intervalle de 0,3 % à 0,7 % au cours du troisième trimestre 2004 ainsi qu'au cours du quatrième trimestre 2004.

Graphique 7

Evolution du PIB de la zone euro et de ses agrégats constitutifs (variation trimestrielle, en pourcentage, à l'erreur d'arrondi près)



Source: Eurostat

Tableau 3 Projections macroéconomiques pour la zone euro (variations annuelles en pourcentage, à l'erreur d'arrondi près)

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

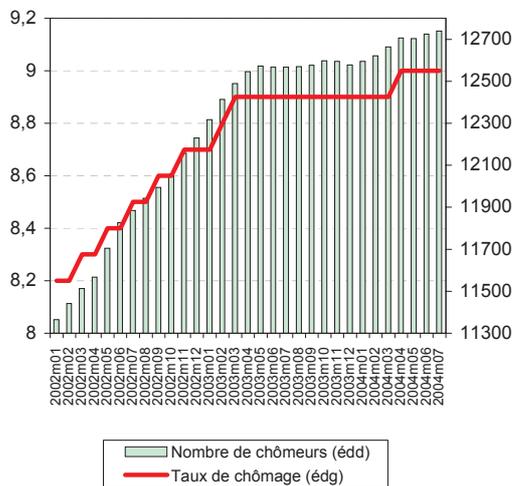
Sources: Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

Tout au long de la première moitié de l'année 2004, la situation sur le marché du travail de la zone euro est demeurée morose. En effet, nonobstant l'ancrage persistant du taux de chômage depuis treize mois consécu-

tifs à 8,9% et 9,0% jusqu'en juillet 2004, le nombre de personnes au chômage a poursuivi son escalade tout au long des sept premiers mois de 2004 pour s'établir à 12,7 millions de personnes.

Graphique 8

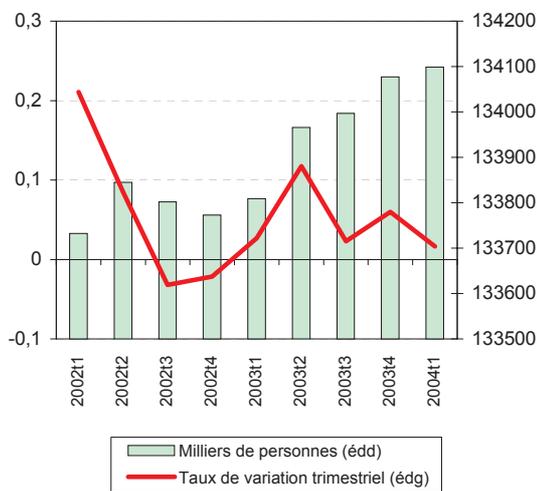
Nombre de chômeurs (milliers de personnes) et taux de chômage standardisé⁴ pour la zone euro (en % de la population active)



Source: Eurostat

Graphique 9

Variation trimestrielle et niveau de l'emploi total (milliers de personnes) (à l'erreur d'arrondi près)



Source: Eurostat

Sur le front de l'emploi, les dernières données disponibles indiquent que la croissance de l'emploi a été nulle au premier trimestre 2004. Cette stabilité de la progression trimestrielle de l'emploi résulte d'un nouveau recul de l'emploi dans les secteurs de l'industrie, de la manufacture et de la construction, tandis que le secteur des services a affiché une création nette d'emplois.

Les données les plus récentes d'enquêtes de la Commission européenne décrivent une amélioration généralisée des anticipations relatives à l'emploi pour le deuxième trimestre 2004, même si cette reprise demeure modérée. Plus en détail, l'enquête auprès des chefs d'entreprises du secteur manufacturier laisse entrevoir une possible stabilisation de la croissance de l'emploi. Du côté du secteur des services, le scénario d'une amélioration des perspectives d'emploi au cours du deuxième trimestre 2004 se confirme. De même, l'enquête auprès des chefs d'entreprises du secteur de la construction indique une embellie des perspectives d'embauches au deuxième trimestre 2004. Au regard de ces indicateurs de court terme, la croissance de l'emploi devrait avoir redémarrée mais à un rythme encore chétif.

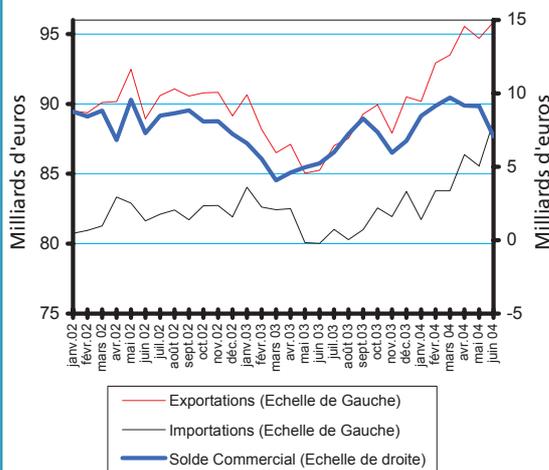
1.1.8 Le commerce extérieur

Au premier semestre 2004, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un excédent de 42,7 milliards d'euros en données brutes, soit le double du surplus dégagé au même semestre de 2003. L'excédent des échanges extérieurs de la zone euro s'est donc bien porté sur l'ensemble du premier semestre 2004, rejoignant ainsi son niveau du premier semestre de 2002. Cette amélioration du surplus commercial provient de la croissance plus forte des exportations de biens comparée à celle des importations. Sous l'impulsion de la demande mondiale, les exportations de la zone euro ont en effet progressé de 8 % pour atteindre 558,1 milliards d'euros. En revanche, les importations n'ont progressé que de 4 %, pour s'établir à 515,4 milliards d'euros sur l'ensemble du premier semestre 2004.

⁴ Le taux de chômage standardisé est calculé sur base des définitions qui sont recommandées par le Bureau International du Travail (BIT). Dans cette définition seules les personnes sans travail qui ont recherché activement un emploi pendant les quatre semaines précédentes et qui sont disponibles pour commencer à travailler dans les deux semaines à venir sont considérées comme étant au chômage et incluses dans le calcul du taux de chômage.

Graphique 10

Commerce extérieur de la zone euro (corrégés des variations saisonnières)

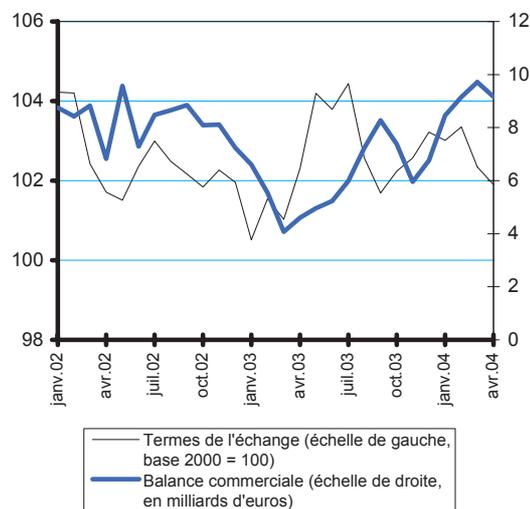


Source: Eurostat

Les données disponibles (jusqu'en avril 2004) montrent que les exportations et les importations ont bénéficié à la fois d'une évolution favorable des prix et des volumes qui ont connu une croissance régulière au premier trimestre 2004 même si les volumes se sont quelque peu détériorés au mois d'avril. En ce qui concerne les termes de l'échange, alors qu'ils s'étaient améliorés depuis septembre 2003 jusqu'en janvier 2004, ils ont affiché depuis février 2004 une nette détérioration en raison de la hausse plus prononcée des prix à l'importation.

Graphique 12

Evolution des termes de l'échange et du surplus commercial



Source: Eurostat

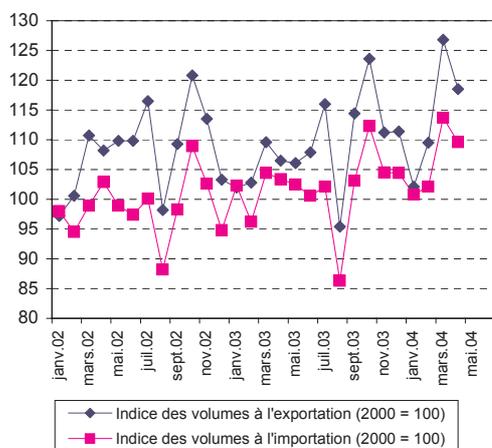
La croissance de 8 % enregistrée par les exportations au premier semestre de 2004 résulte essentiellement de la bonne tenue des produits manufacturés qui représentent ensemble 87 % du total des exportations de la zone euro. Seuls les produits alimentaires, boissons et tabac, qui ne représentent que près de 6 % du total des exportations de la zone euro, ont enregistré une modeste croissance (1,3 %) sur cette période.

En ce qui concerne les principaux partenaires de la zone euro, les exportations à destination du Royaume-Uni (premier partenaire avec 17,9 % des parts de marché), ont augmenté de 4 % au premier semestre 2004 comparé au même semestre de l'année 2003. Les livraisons à destination des Etats-Unis (15,3 % des parts de marché) ont également augmenté de 3,2 % au premier semestre de l'année 2004. Les plus fortes croissances ont concerné les ventes à destination d'Asie (19 % des parts de marché) ainsi que les exportations à destination de dix nouveaux pays membres de l'UE qui représentent ensemble 11 % des parts de marché.

La croissance de 4 % observée du côté des importations provient de l'ensemble des principales catégories de biens, les matières premières ayant enregistré les plus fortes hausses en valeur (+5,2 %). Les importations en provenance d'Asie (hors Japon), de Russie et des nouveaux pays membres de l'UE ont fortement progressé tandis que celles provenant du Royaume-Uni et des Etats-Unis ont reculé.

Graphique 11

Commerce extérieur de la zone euro en volumes (corrégés des variations saisonnières)



Source: Eurostat

1.1.9 La balance des paiements

1.1.9.1 Le compte des transactions courantes

Sur l'ensemble du premier semestre 2004, les transactions courantes de la zone euro avec le reste du monde se sont soldées par un excédent de 21,4 milliards d'euros comparé à un déficit de 4 milliards d'euros au même semestre de 2003. Cette évolution favorable du surplus courant s'explique essentiellement par la forte hausse de l'excédent des biens qui est passé de 41 milliards d'euros au premier semestre 2003 à 61,8 milliards d'euros au même semestre de 2004. Soutenue par la demande internationale, les exportations de marchandises ont en effet réalisé une progression de loin plus importante que celle des importations générant ainsi l'embellie du surplus des marchandises. Le compte courant de la zone euro a en outre bénéficié de la résorption du déficit des revenus à 20,4 milliards d'euros au premier semestre 2004 contre 29 milliards au même semestre de l'année précédente.

Les autres composantes du compte courant se sont dégradées. Les services se sont en effet soldés par un excédent de 3,9 milliards d'euros sur l'ensemble du premier semestre 2004 contre 7,5 milliards à la même période de 2003. De même, le déficit des transferts courants s'est légèrement accentué passant de 23,4 à 23,9 milliards d'euros.

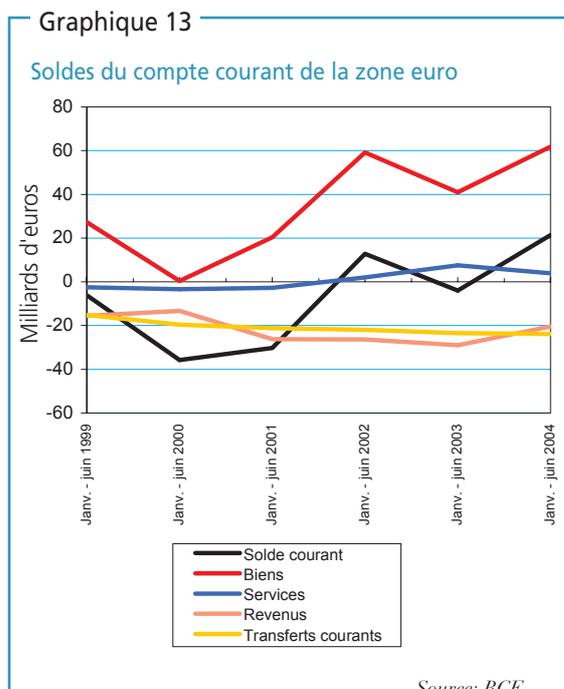
1.1.9.2 Le compte financier

Les opérations financières de la zone euro avec le reste du monde se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 28,5 milliards d'euros au premier semestre 2004 contre 46 milliards au même semestre de 2003. Ces sorties nettes ont été occasionnées essentiellement par les investissements directs et dans une moindre mesure par les autres investissements. Les investissements de portefeuille (y compris les produits dérivés) et les avoirs de réserve ont de leur côté enregistré des entrées nettes de fonds qui ont partiellement financé les sorties enregistrées par ailleurs.

Les sorties d'investissements directs (42,3 milliards d'euros) s'expliquent essentiellement par des prises de participation au capital⁵ social des entreprises étrangères auxquelles les résidents de la zone euro ont souscrit à concurrence de 43 milliards d'euros. Certes les non-résidents ont aussi largement investi en participations au capital social des entreprises de la zone euro, mais leurs investissements ont été réduits par des désinvestissements au titre de remboursements des prêts intra-groupes.

Les sorties nettes d'autres investissements (5,1 milliards d'euros) ont été occasionnées par les administrations publiques et par les autres secteurs qui ont connu une hausse de leurs avoirs nets sur le reste du monde.

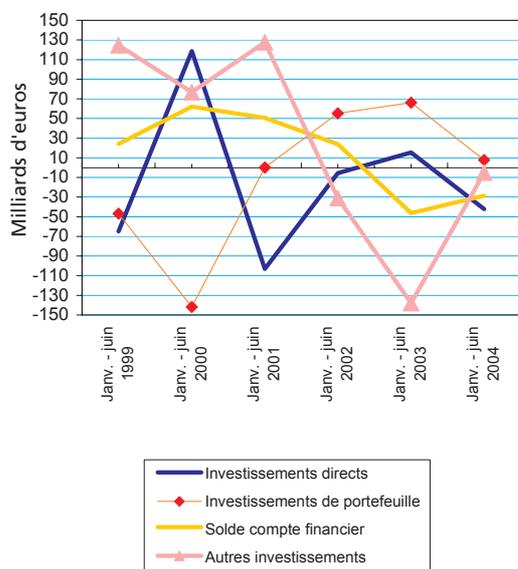
Au niveau des investissements de portefeuille (produits dérivés exclus), des entrées nettes de 7,7 milliards d'euros ont été enregistrées au premier semestre 2004 contre 66,2 milliards à la même période de 2003. Cette importante chute s'explique par deux facteurs. D'un côté, la reprise des placements en actions depuis le deuxième trimestre 2003, soutenue par la remontée générale des cours boursiers, a poussé les résidents de la zone euro à investir massivement en actions étrangères (53 milliards d'euros au premier semestre 2004). En revanche, les non-résidents ont réduit leurs placements en actions de la zone euro, vu les faibles perspectives de croissance économique que connaît la zone euro en comparaison avec d'autres zones géographiques. Les transactions sur titres de participation ont finalement débouché sur des sorties nettes de 31 milliards d'euros en faveur du reste du monde. De l'autre côté, les transactions sur titres de dette ont rapporté à la zone euro 39 milliards d'euros sur l'ensemble du premier semestre 2004, un montant largement en retrait par rapport aux 55 milliards d'euros d'entrées nettes enregistrées au même semestre de 2003.



5 Bénéfices réinvestis compris

Graphique 14

Flux nets du compte financier de la zone euro



Source: BCE

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 L'évolution des prix et des coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

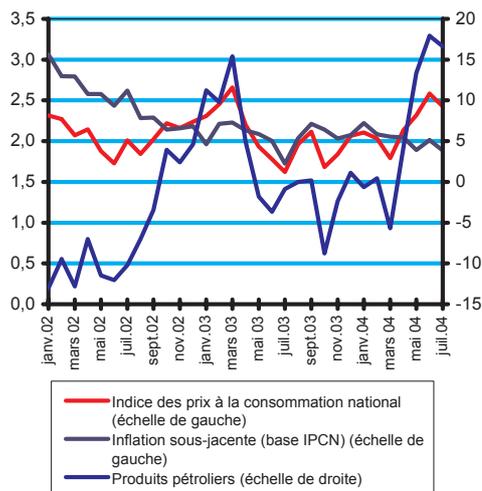
Le rythme annuel de l'inflation du Luxembourg mesuré par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a changé de tendance en avril 2004 pour s'inscrire en hausse. L'accélération de l'inflation annuelle, de 1,8 % en mars à 2,6 % en juin et 2,4 % en juillet 2004, est liée principalement aux prix des produits pétroliers.

Le rythme annuel de variation de ces derniers a atteint 16,6 % en juillet après un recul annuel de 5,7 % en mars. Cette hausse résulte de l'envolée récente des prix des produits pétroliers et d'importants effets de base liés à la chute des prix de ces produits intervenue un an auparavant suite à la guerre en Irak. Les prix en question ont augmenté en termes mensuels tout au long de la période allant d'avril à juillet 2004, dépassant de 10,7 %, en juillet 2004, leurs niveaux atteints en mars 2004.

Parallèlement, l'inflation sous-jacente⁶ est restée relativement stable au cours de la période allant de mars à juillet 2004 avec des taux annuels compris entre 1,9 et 2,1 %. Cette inertie de l'inflation sous-jacente est liée, entre autres, à la l'incidence haussière des prix du tabac observée en mai, juin et juillet, portant le rythme annuel de progression des prix du tabac à quelque 9,4 % en juillet.

Graphique 15

Inflation et produits pétroliers (taux de variation annuel)

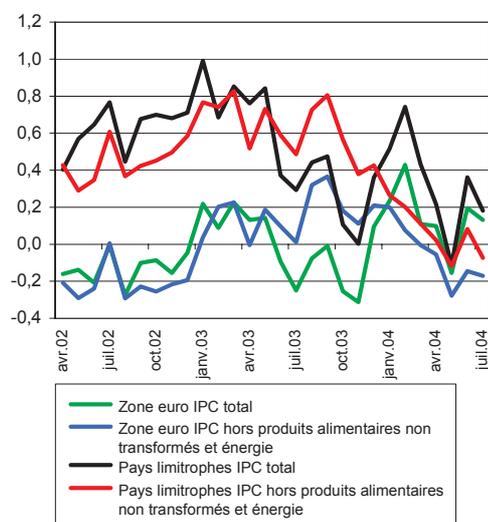


Source: STATEC

Les différentiels d'inflation du Luxembourg (IPCN) par rapport à la zone euro (IPCH) et par rapport aux pays limitrophes (IPCH) demeurent, en moyenne, défavorables au Luxembourg au cours de la période allant d'avril à juillet 2004 en ce qui concerne l'IPC global. Par contre, les différentiels de l'IPC hors produits alimentaires non transformés et énergie ont été, en moyenne, favorables au Luxembourg pendant la période sous revue à la fois pour la zone euro et les pays limitrophes.

Graphique 16

Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)



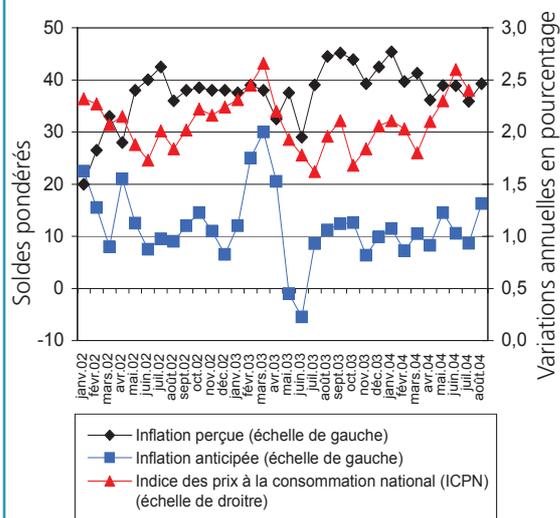
Source: Statec, Eurostat, calculs BCL

S'agissant des variables qualitatives relatives aux prix à la consommation recensés par l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs, l'inflation perçue est restée plus ou moins stable au cours des derniers mois alors que l'inflation mesurée s'inscrivait sur une trajectoire fortement ascendante en avril, mai et juin. Aucune tendance claire ne s'est dégagée de l'évolution des anticipations des consommateurs relatives aux prix. Ces résultats sont illustrés par le graphique qui suit.

⁶ 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.

Graphique 17

Inflation perçue, anticipée et observée



Source: BCL et STATEC

Prévisions d'inflation

L'évolution de l'inflation en juin et juillet a été plus importante que prévue. D'une part, la flambée du prix du pétrole qui est passé de 37,9\$/bl en mai à 40,3\$/bl en juillet a engendré une inflation plus importante que prévue des prix de l'énergie. D'autre part, les prix du tabac ont connu un nouveau renchérissement et ont

de même entraîné une inflation accrue à l'exclusion de l'énergie. En juin et juillet, le prix des cigares et cigarettes a notamment progressé à un taux annuel de l'ordre de 9,4 %. Du fait des pondérations différentes et compte tenu de la source de la sous-estimation, l'impact combiné a été relativement plus important pour l'IPCH que pour l'IPCN.

Hypothèses

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

Les hypothèses sous-jacentes pour les produits pétroliers suivent un schéma habituel, en l'occurrence un taux de change EUR/USD maintenu constant sur l'horizon de prévision et un profil pour le prix du pétrole en dollar identique à celui observé sur les marchés à terme. Mi-août, l'euro cotait aux environs de 1,21 USD/EUR, soit à un taux globalement inchangé par rapport aux prévisions antérieures. Le prix du Brent en dollar s'est établi simultanément autour de 40,3\$/bl et les marchés à terme anticipent une baisse graduelle de ce prix jusqu'à un niveau proche de 36,8\$/bl pour juin 2005, donc à un niveau nettement supérieur aux hypothèses de l'exercice de mai 2004. En moyenne, la révision à la hausse du prix du pétrole en euros sur la période de prévision (août 2004 à juin 2005) se chiffre à 12 %. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 4 Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2003	2004	04-T1	04-T2	04-T3	04-T4	05-T1	05-T2
Prix du pétrole en \$	28,9	36,6	32,0	35,6	39,4	39,3	38,1	37,1
Taux de change \$/€	1,13	1,22	1,25	1,20	1,21	1,21	1,21	1,21
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	-2,8	17,5	-12,7	28,7	28,4	31,5	23,3	3,8

Source: BCL

Au niveau de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario sous-jacent à nos projections précédentes ne nécessite guère d'adaptations. Hormis l'ajustement récent du prix du tabac, il n'y a en effet pas lieu de signaler des change-

ments particuliers ou des mesures spécifiques qui auraient un impact significatif sur l'inflation au-delà de ce qui avait déjà été incorporé dans nos projections précédentes. Pour ce qui est des prix administrés, source d'inflation dans les

années antérieures, les ajustements de prix se sont faits plus rares en 2004. Au niveau de l'inflation importée, on note une relative stabilisation de l'euro par rapport au dollar, tandis que le scénario d'une embellie conjoncturelle graduelle dans la zone euro demeure intact. Dans les premiers stades, un écart de production relativement important par rapport à son potentiel devrait encore limiter les pressions inflationnistes dans les pays voisins. Il semble aussi que le risque inflationniste émanant de l'évolution salariale soit encore relativement marginal et ne compromette pas le scénario d'une décélération graduelle de l'inflation au niveau de la zone euro. La récente hausse du prix du pétrole risque en revanche d'exercer des effets de second tour sur l'inflation. Ces effets sont présents via la pression à la hausse sur les prix des biens industriels non-énergétiques ainsi que via l'impact sur les salaires à travers l'indexation automatique. Il reste aussi à relever que nos projections d'inflation se font dans l'hypothèse de politique budgétaire inchangée sur base de l'information actuellement disponible. Dans le cas où l'implémentation des budgets des autorités publiques (gouvernement central, communes, sécurité sociale) pour l'année 2005 impliquait des hausses des prix des tarifs publics ou un ajustement de la taxation indirecte, l'application de ces mesures entraînerait évidemment des révisions des prévisions d'inflation.

Résultats

Sur base des hypothèses du prix du pétrole en euros, l'IPCH énergie, comme l'IPCN énergie, connaîtrait une évolution nettement défavorable sur l'horizon de prévision et en particulier dans le court terme. En 2005, les taux d'inflation ne seraient certes plus influencés par

la contribution sociale sur l'essence, mais ce n'est que vers la fin du deuxième trimestre 2005, lorsque l'effet de base sur le prix du pétrole entrera en jeu, qu'on pourrait observer une certaine accalmie au niveau des prix de l'énergie. Du fait d'un profil très volatil dans le passé, les variations annuelles du sous-indice seraient également très volatiles à l'avenir.

La projection pour l'inflation de l'IPCH excluant l'énergie en 2004 de l'ordre de 2,5 % est légèrement supérieure à celle de l'exercice précédent. La décélération au courant de l'année serait en effet très lente en raison des ajustements récents du prix du tabac. En outre, l'indexation automatique des salaires de fin 2004 exercera une pression à la hausse sur les prix des services. Compte tenu de la situation conjoncturelle, les taux d'inflation afférents demeurent relativement élevés.

Le taux d'inflation tel que mesuré par l'IPCN global a connu en juin 2004 avec 2,6 % son niveau le plus élevé depuis le début de l'année 2003. En juillet, il a par contre décéléré, un processus qui, en moyenne, devrait également se poursuivre jusqu'à la fin de l'année pour laquelle on anticipe des taux légèrement supérieurs à 2 %. Ce taux fluctuerait ensuite autour des 2 % et il baisserait davantage, c'est-à-dire en-dessous de 2 %, au deuxième trimestre 2005. L'inflation moyenne pour 2004 ne connaîtrait ainsi pas la baisse anticipée antérieurement, mais une légère accélération à 2,2 %. Sans surprise, l'assombrissement des tendances au niveau de l'inflation entraîne des conséquences pour l'ajustement automatique des salaires. L'indexation serait avancée d'un mois et est désormais prévue pour le début du quatrième trimestre 2004.

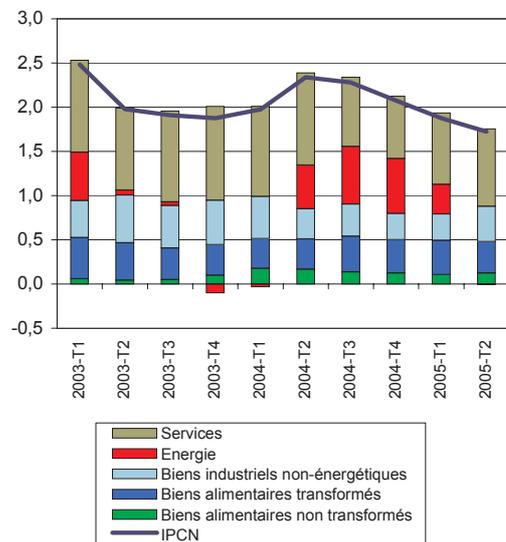
Tableau 5 *Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)*

	2003	2004	2004-1 ^{er} sem.	2004-2 ^e sem.	2005-1 ^{er} sem.
IPCN	2,1	2,2 (+0,1)	2,2	2,2 (+0,1)	1,9 (+0,3)
IPCH	2,5	3,1 (+0,2)	2,8	3,4 (+0,3)	2,5 (+0,5)
IPCH énergie	1,2	10,2 (+1,1)	6,4 (-0,1)	14,2 (+2,4)	2,6 (+2,2)
IPCH ex énergie	2,7	2,5 (+0,1)	2,5 (0,1)	2,4 (+0,1)	2,5 (+0,2)

Source: BCL

Graphique 18

Contributions à la croissance de l'IPCN⁷



Source: STATEC, calculs BCL

1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

Le STATEC a récemment procédé à l'exercice de révision des données relatives aux prix de vente des produits industriels. Cet exercice régulier, qui est de nature à améliorer la qualité des données, comportait notamment une actualisation des systèmes de pondération ainsi qu'un changement de l'année de base. La composition de l'indice global a été modifiée afin de mieux rendre compte de la structure de l'industrie luxembourgeoise. Le sous-indice des prix de biens énergétiques, regroupant les prix de l'électricité, du gaz et de l'eau, a ainsi été rajouté à l'indice global. Sa part relative dans l'indice global est de 7,8 %. Le changement de l'année de base fait que les indices utilisent désormais l'année 2000 comme année de référence. La précédente année de base était 1995. Les ajustements statistiques rétroactifs n'ont en général pas été neutres pour l'évolution des différents sous-indices.

⁷ Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

Tableau 6 Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

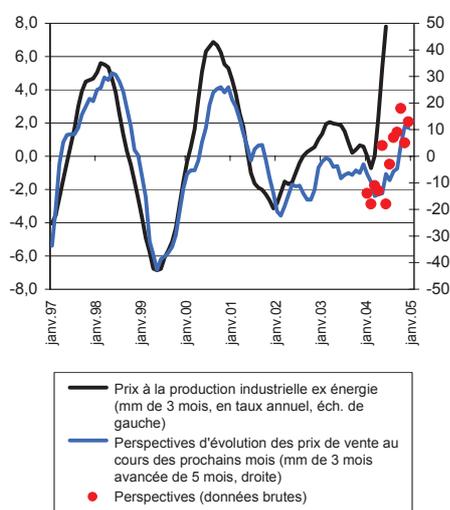
	Parts	2001	2002	2003	03-T3	03-T4	04-T1	04-T2
Ensemble des produits industriels	1000	-0,1	-0,8	1,4	-0,3	-0,2	0,5	7,5
Biens intermédiaires	675,9	-1,8	-1,0	0,9	-0,8	0,2	0,4	10,4
Biens d'équipement	109,9	0,7	2,0	1,9	-0,2	1,4	0,2	2,1
Biens de consommation	136,3	2,1	1,2	1,7	0,5	-0,8	-1,0	1,2
Biens énergétiques	77,9	9,1	-6,7	4,6	1,8	-5,2	4,0	2,1

Source: STATEC

Les données les plus récentes témoignent d'une accélération importante des prix à la production industrielle. L'inflation sur base trimestrielle serait notamment passée de -0,2 % au quatrième trimestre 2003 à respectivement 0,5 % et 7,5 % aux premier et deuxième trimestres 2004. L'accélération extraordinaire au deuxième trimestre constitue la hausse des prix la plus importante recensée sur les 10 dernières années. Selon les données disponibles, elle serait entièrement imputable à la progression des prix des biens intermédiaires qui affichent une hausse de 10,4 %, contre des augmentations plus modérées des prix des autres types de biens. Une analyse plus détaillée révèle en outre que les prix des produits sidérurgiques, comptant pour un quart de l'indice global, auraient progressé de plus de 20 % au deuxième trimestre 2004. Le maintien du prix du pétrole à un niveau élevé, l'amélioration graduelle de la conjoncture dans la zone euro, tout comme la persistance de la forte demande dans le reste du monde et en particulier dans les pays du sud-est asiatique, a probablement permis aux entreprises de revoir leur politique de prix. En général, l'évolution des prix au Luxembourg se situe à un niveau nettement supérieur à celui relevé dans la zone euro.

Graphique 19

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée⁸



Source: Eurostat, BCL

Sur base des enquêtes de conjoncture harmonisées, on pouvait prévoir une accélération des prix (voir graphique). En revanche, la hausse effective se situe largement au-dessus des anticipations des chefs d'entreprises telles qu'exprimées dans ces enquêtes. En outre, elle est survenue à un stade antérieur à celui résultant de la corrélation historique entre les enquêtes de conjoncture et les enquêtes statistiques.

1.2.2 L'industrie

Les données statistiques relatives à l'activité économique au début de l'année 2004 dans le secteur de l'industrie ne sont pas encore devenues disponibles.

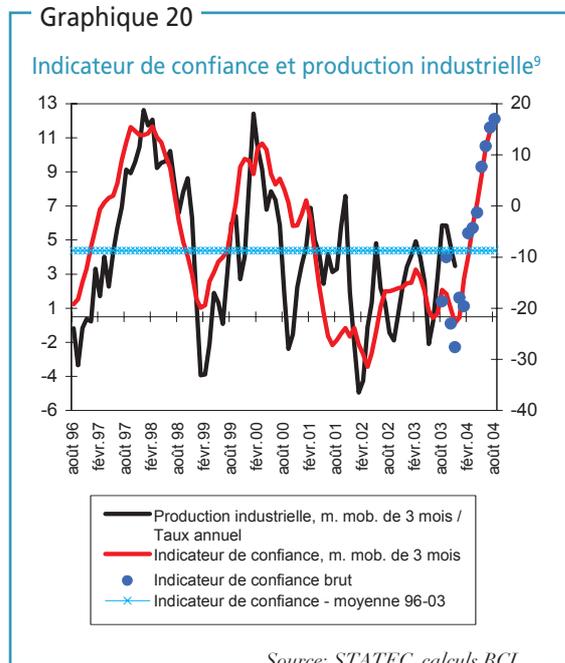
⁸ L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

L'analyse de la situation économique se limite par conséquent aux enquêtes de conjoncture harmonisées, des enquêtes qui constituent néanmoins des indicateurs performants pour les évolutions effectives.

L'optimisme affiché par les chefs d'entreprises dans le cadre des enquêtes de conjoncture mensuelles ne semble pas se tempérer. La progression de l'indicateur de confiance s'est notamment poursuivie en juin, juillet et août, confirmant et même renforçant le scénario d'une nette amélioration du sentiment de confiance depuis la fin de l'année 2003. L'indicateur de confiance avoisine ainsi les niveaux atteints aux premiers trimestres des années 1998 et 2001, des trimestres correspondant à peu près aux sommets des deux derniers cycles conjoncturels tels que mesurés par la production industrielle. Les développements récents sont assez surprenants puisqu'ils se manifestent en parallèle à une évolution du prix du pétrole qui persiste à un niveau très élevé et qui s'est récemment encore accéléré. La reprise importante de la demande est sans doute à l'origine de cet optimisme – le carnet de commandes affiche notamment la progression la plus importante des trois indicateurs sous-jacents à l'indicateur composite.

Une extrapolation sur base des régularités observées dans le passé aboutit à une progression de la production industrielle, en termes de variation annuelle, de l'ordre de 5 % au premier trimestre 2004 avec une accélération à la clé pour le trimestre suivant. Simultanément, les résultats statistiques relatifs aux prix à la production industrielle ont signalé une hausse extraordinaire des prix de vente au premier semestre 2004. Ainsi, une progression des volumes, associée à la hausse des prix, impliquerait par conséquent une augmentation importante du chiffre d'affaires au premier semestre 2004.

Ces résultats positifs issus des enquêtes de conjoncture mensuelles ont été confirmés par les enquêtes trimestrielles du mois de juillet. Celles-ci se sont à nouveau améliorées sous l'impulsion d'une progression du degré d'utilisation des capacités de production et d'une augmentation de la production assurée. L'indicateur de la production assurée a notamment atteint un nouveau niveau record depuis la compilation de la statistique et se situe désormais à 3,4 mois. En outre, les entreprises considèrent que l'insuffisance d'équipement gêne davantage le processus de production qu'une absence de la demande. Dans leur ensemble, les enquêtes conjoncturelles ont rarement été aussi optimistes qu'à l'heure actuelle.



1.2.3 La construction

Tout comme pour l'industrie, les données statistiques relatives à l'activité économique au début de l'année 2004 dans le secteur de la construction ne sont pas encore devenues disponibles. Les données disponibles sont issues des enquêtes de conjoncture et elles signalent une légère amélioration de la situation conjoncturelle depuis le début de l'année. On note ainsi une progression de la durée d'activité assurée et du carnet de commandes. De même, les conditions financières telles que recensées par les taux hypothécaires sont restées favorables et ont soutenu la demande de crédits au logement. Associées à la hausse observée des permis de bâtir, elles devraient également favoriser la demande adressée à la branche du bâtiment en 2004 et en 2005. En revanche, l'activité dans le génie civil risque de subir les conséquences d'une vigilance accrue de la part du gouvernement central en matière de dépenses pour les investissements publics.

⁹ Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

Tableau 7 *Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)*

	2002	2003	T2-03	T3-03	T4-03	T1-04	T2-04
Chiffre d'affaires - Total	5,5	13,1	3,3	17,7	14,5		
Nombre d'heures-ouvriers prestées	2,9	0,5	-4,5	-6,0	4,4		
Production par jour ouvrable - Total	3,6	-0,2	-6,3	-5,9	3,3		
Production par jour ouvrable - Bâtiment	3,0	-4,1	-12,7	-11,1	-2,2		
Production par jour ouvrable - Génie civil	4,2	3,9	-0,7	0,2	9,9		
Permis de bâtir ¹⁰	1,7	17,5	-6,8	30,8	5,7	9,8	
Crédits au logement ¹¹	21,1	18,9	11,5	27,7	23,0	23,6	
Taux hypothécaires ¹²	4,4	3,8	3,9	3,8	3,5	3,4	3,4

Source: STATEC, BCL

L'immobilier résidentiel au Luxembourg

Le présent encadré constitue, en partie, une actualisation d'un encadré intitulé «L'évolution de prix de l'immobilier résidentiel et des loyers d'habitation» publié dans le rapport annuel 2002 de la BCL. Cette mise à jour se justifie par le fait que les chiffres relatifs aux ventes des biens immobiliers des années 2001 et 2002 sont devenues disponibles et que les données relatives aux années 1991 à 2000, déjà commentés dans l'encadré mentionné ci-dessus, ont été révisées.

Le graphique 21 retrace la hausse des prix de l'immobilier résidentiel (également dénommés ci-après «prix des logements») au Luxembourg à l'aide d'un indice construit par la BCL sur base de statistiques annuelles publiées par le STATEC qui utilise des données provenant de Administration de l'enregistrement et des domaines. Il s'agit d'un indice chaîne calculé selon la méthode de Laspeyres. Cet indice ne prend en compte que très partiellement le fait que l'immobilier résidentiel est constitué de biens très hétérogènes.

L'indice de la BCL permet de conclure que la progression des prix nominaux de l'immobilier résidentiel s'est accélérée après 1995 pour s'établir à quelque 17 % en 2000, pour reculer ensuite à 4,6 % en 2001, au moment du ralentissement économique, et à 8,0 % en 2002.

A noter cependant que les séries utilisées pour calculer l'indice ont plusieurs limites, à savoir, des imprécisions au niveau des définitions et le nombre limité des transactions. Ce dernier problème implique que des ventes individuelles peuvent fausser les résultats et pourraient expliquer les révisions importantes des données historiques. En effet, la plus récente révision des données a eu pour conséquence, entre autres, que le taux de progression de l'indice des prix de l'immobilier résidentiel a été révisé à concurrence de 7,8 points de pourcentage pour l'année 2000.

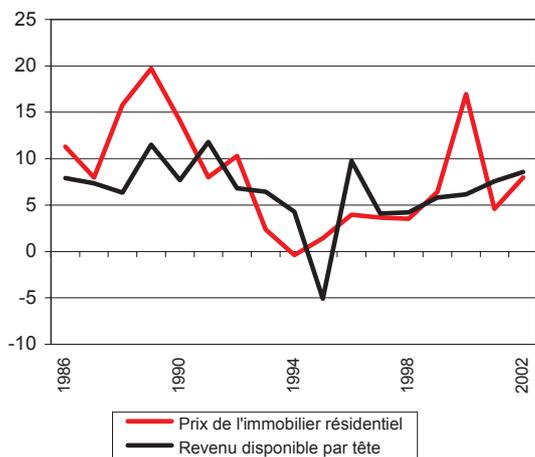
¹⁰ Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

¹¹ Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

¹² Rupture de série à partir du début de 2003.

Graphique 21

Hausse des prix de l'immobilier résidentiel et croissance du revenu disponible nominal (taux annuels)



Source: STATEC, calculs BCL

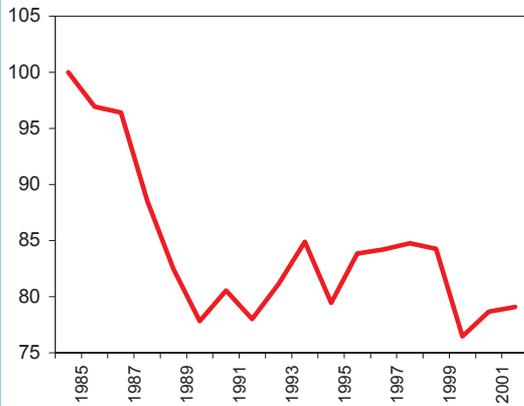
Le graphique ci-dessus présente les taux de croissance du revenu disponible par tête¹ et ceux des prix de l'immobilier résidentiel. Ces deux séries sont caractérisées par une corrélation significative (+0,48), bien que le rythme des prix de l'immobilier soit 1,6 fois plus volatil. Le revenu disponible par tête ne suffit donc pas à lui seul pour expliquer la dynamique des prix des logements.

Une autre façon d'analyser l'importance du revenu disponible est de construire des mesures de l'accessibilité au logement. Le graphique suivant fournit une mesure rudimentaire de l'accessibilité au logement mesurée par le ratio entre le revenu disponible nominal par tête et les prix des logements. Selon cette mesure, l'accessibilité au logement a reculé entre 1985 et 1990 pour rester relativement stable par la suite. La chute de l'accessibilité en 2000 est liée à la hausse spectaculaire des prix des logements au cours de l'année en question (+17%). Ce constat suggère que depuis 1990 la hausse prononcée des prix des logements pourrait être liée à la force des fondamentaux, en l'occurrence la hausse globale des revenus disponibles (sachant que la hausse globale du revenu disponible dans l'économie excède largement la croissance du revenu disponible par tête, du fait que la croissance importante de l'emploi domestique et de la population totale), plutôt qu'à la formation d'une bulle spéculative.

¹ Pour les besoins du présent encadré, nous avons retenu comme indicateur approximatif du revenu disponible nominal la rémunération des salariés (nette des cotisations sociales et impôts directs) en retranchant la part des frontaliers et en ajoutant les transferts publics aux ménages. Ensuite, la population totale a été utilisée pour calculer le revenu disponible par tête.

Graphique 22

Accessibilité au logement (ratio entre revenu disponible et prix des logements)

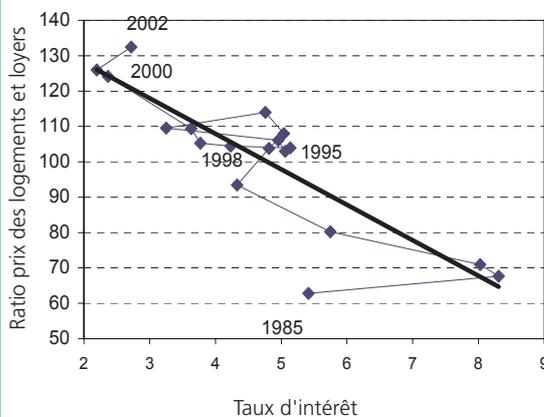


Source: STATEC, calculs BCL

Une façon d'appréhender les perspectives d'évolution des prix des logements est d'examiner s'ils s'écartent de leur «valeur fondamentale», entendue ici sous forme de la valeur actuelle des loyers (imputés) futurs. Sous l'hypothèse que les loyers augmentent à un rythme constant et que le taux d'actualisation est une fonction linéaire d'un taux représentatif «sans risque», on peut calculer une valeur fondamentale du ratio entre prix des logements et loyers. Celle-ci est représentée par la ligne droite au graphique suivant. Le graphique en question permet de conclure que le ratio entre prix des logements et loyers ne s'est pas écarté de cette valeur fondamentale depuis la deuxième moitié des années 1990, sauf pour l'année 2002. Cette analyse suggère qu'un retour à l'équilibre de long terme aurait exigé une hausse contenue des prix de l'immobilier résidentiel en 2003.

Graphique 23

Ratio entre prix des logements et loyers et taux d'intérêt réel à long terme des obligations d'Etat



Source: Statec, Eurostat, calculs BCL

1.2.4 Le commerce et les autres secteurs

L'évolution positive de l'activité économique dans le commerce en 2003 s'est poursuivie au début de l'année 2004 et ce constat est d'application dans toutes les branches concernées. La progression du chiffre d'affaires nominal au premier trimestre de l'année a ainsi été de 6,8 % pour le commerce de gros et de 3 % pour le commerce de détail. La branche de l'hôtellerie et

des restaurants affiche également une amélioration de ses activités, une évolution qui est à replacer dans le contexte de la mauvaise conjoncture à laquelle le secteur faisait face en 2003. Les développements récents témoignent ainsi davantage d'un retour lent à une situation normale que d'un dynamisme accru de l'activité économique dans cette branche. L'évolution des immatriculations de voitures est telle qu'une nouvelle année record semble s'annoncer pour ce secteur.

Tableau 8 *Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures (en taux de variation annuel)*

	2002	2003	2003-T3	2003-T4	2004-T1	2004-T2	avril-04
Immatriculations de voitures	1,2	0,2	3,2	7,3	6,5	14,4	10,0
Commerce de gros	-0,5	11,7	12,3	11,7	6,8	na	4,9
Commerce de détail	8,1	5,5	4,5	4,6	3,0	na	4,7
Hôtels et restaurants	3,5	-4,2	-5,2	-0,8	2,2	na	5,4

Source: STATEC

1.2.5 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs

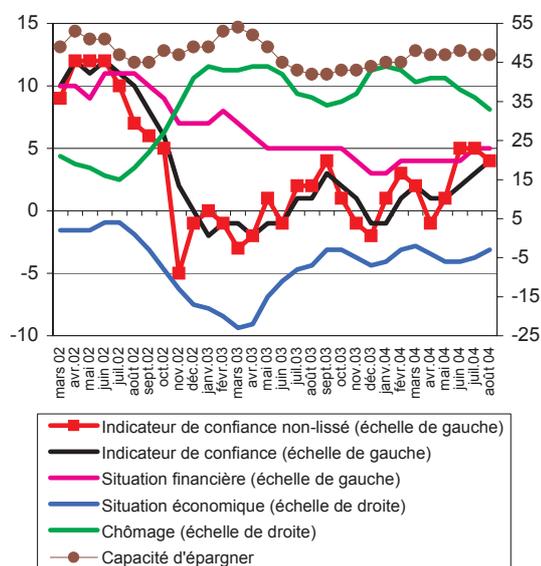
La moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs de la BCL s'est inscrite en hausse depuis juin 2004 alors qu'aucune tendance claire quant aux anticipations des consommateurs ne s'est dégagée au début de l'année en cours. Ainsi, la moyenne mobile de l'indicateur de confiance s'est établie à 4 en août, en hausse par rapport à la valeur de 1 observée en avril et mai. L'indicateur de confiance non lissé a été plus volatil, comme en témoigne son recul d'une valeur de 5 en juillet à 4 en août.

La confiance des consommateurs demeure cependant faible au regard des niveaux observés au premier semestre 2002 durant lequel la moyenne sur trois mois de l'indicateur fluctuait entre 10 et 12.

L'évolution de la confiance des consommateurs observée depuis mai 2004 s'explique principalement par l'orientation positive d'une composante de l'indicateur, en l'occurrence, les anticipations sur douze mois relatives au chômage. Les anticipations relatives à la situation économique générale ont également contribué, bien que de manière moins prononcée, au regain d'optimisme. Les perceptions de l'évolution attendue de la situation financière des ménages et de la capacité à épargner sont, quant à elles, restées relativement stables.

Graphique 24

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes (moyennes mobiles sur trois mois sauf indication contraire)



Source: BCL

1.2.6 Le marché du travail

1.2.6.1 L'emploi

Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance annuelle de l'emploi total intérieur a amorcé une décélération graduelle en juillet 2001 qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2002, suivant ainsi avec retard la détérioration de l'activité économique pour se stabiliser autour de 2,0 %. Les données définitives pour les quatre premiers mois de 2004, ainsi que les estimations disponibles de mai à juillet 2004 décrivent un redémarrage de la croissance annuelle de l'emploi. De fait, la progression annuelle de l'emploi est passée de 1,6 % en janvier à 2,6 % en juillet 2004. A cette vitesse de croisière, l'emploi total a dépassé la barre des 300 000 personnes occupant un emploi au Luxembourg dès avril pour finalement s'établir à 301 569 personnes en juillet 2004.

En dépit du fait que l'économie ait pourvu un nombre grandissant d'emplois nouveaux tout au long des sept premiers mois de 2004, le nombre moyen de créations d'emplois est demeuré inférieur à celui enregistré l'année précédente (6 506 emplois en moyenne chaque mois comparé à 7 287 emplois en 2003 à la même période). Ce sont les non-résidents, dont le nombre total s'élevait à 112 664 personnes en juillet 2004 (après 107 591 personnes en juillet 2003) qui continuent à satisfaire la plus grande partie de ces emplois nouveaux. Bien que leur poids dans les emplois créés est en baisse, ils représentaient encore respectivement 72,2 % des nouveaux emplois et 36,9 % de l'emploi total au cours des sept premiers mois de 2004 (après respectivement 59,9 % et 36,2 % l'année précédente). La contrepartie de cette évolution est forcément une augmentation de la part des résidents dans les créations d'emplois. L'emploi national s'élève désormais à 197 281 personnes en juillet 2004 (après 194 773 personnes douze mois plus tôt). Cette hausse de la part des résidents dans les créations d'emplois contraste avec le recul observé l'année précédente à la même période. La reprise de la croissance de l'emploi qui se dessine depuis le début de l'année semble donc bénéficier davantage aux résidents favorisant dans son sillage la baisse du taux de chômage au cours de la période sous revue.

S'agissant de l'emploi salarié et de l'emploi indépendant, les données disponibles témoignent d'un renforcement de leur croissance annuelle respective tout au long des

sept premiers mois de 2004. De fait, le taux de progression annuel de l'emploi salarié est passé d'un rythme de 1,7 % en janvier à 2,6 % en juillet 2004. De même, l'emploi indépendant a entamé une escalade au cours de la période sous revue, partant d'une croissance nulle en janvier pour atteindre 1,8 % en juillet 2004. Ces évolutions font écho à une croissance économique revigorée.

Qu'en est-il de l'évolution d'une forme de travail plus atypique, à savoir le travail intérimaire? Le contrat de travail intérimaire se distingue du contrat de travail de droit commun par sa durée déterminée et ses horaires flexibles. En dépit du fait que l'emploi intérimaire ne représente que 2,2 % de l'emploi total au Luxembourg¹⁴, il n'en demeure pas moins intéressant car il fait figure d'indicateur avancé sur le marché de l'emploi, tel que le montre le recul du nombre de travailleurs intérimaires, de contrats de missions ainsi que le ralentissement de la progression du nombre d'entreprises ayant recours au travail intérimaire observés dès le début de l'année 2001 et jusqu'en 2003. La timide reprise de la croissance du nombre de missions d'intérim conjuguée à celle de l'emploi intérimaire au cours du premier trimestre de 2004 (resp. 11,4 % et 8,8 % après 7,6 % et 5,1 % l'année précédente à la même période) témoigne de et confirme l'embellie sur le marché du travail au cours des mois passés. De même l'accélération vigoureuse de la croissance du nombre d'entreprises employant des travailleurs intérimaires au cours du trimestre couvert (9,2 % en glissement annuel après 1,7 % l'année précédente) s'annonce comme prémisse d'une croissance plus robuste des créations d'emplois au cours du second semestre de l'année 2004.

Cependant, la prudence doit être de rigueur en ce qui concerne le rythme ainsi que les explications des évolutions des différents agrégats de l'emploi qui viennent d'être décrites, compte tenu du fait que les données relatives aux trois derniers mois sont des estimations sujettes à révision. En outre, les données disponibles concernant la décomposition sectorielle de la croissance annuelle de l'emploi salarié au cours du premier trimestre 2004, ne décrivent pas de raffermissement de la croissance de l'emploi au sein des secteurs qui ont été les moteurs traditionnels de la croissance de l'emploi avant le ralentissement de la conjoncture, à savoir l'«Industrie et manufacture» et l'«Intermédiation financière». En effet, les parts contributives de ces secteurs sont demeurées négatives¹⁵ au cours du premier tri-

¹⁴ L'analyse de l'emploi intérimaire se limite au premier trimestre 2004 en raison de l'absence de données disponibles au-delà de cette période.

¹⁵ L'horizon temporel de l'analyse sectorielle de l'emploi salarié est limité au premier trimestre 2004 en raison de l'absence de données exhaustives concernant l'emploi dans les différents secteurs de l'économie luxembourgeoise au-delà de cette période.

mestre de l'année 2004 (ces deux secteurs ont comme l'année précédente à la même période ponctionné la croissance annuelle de l'emploi salarié de respectivement 0,1 p.p. et de 0.2p.p.). Par contre, nonobstant la décision relevant du budget du Gouvernement central

en 2004 de procéder à un arrêt temporaire des recrutements (sauf dans la police et l'enseignement), c'est le secteur des «administrations publiques» qui a soutenu la croissance annuelle de l'emploi salarié au cours des trois premiers mois de 2004 (0,4 p.p.).

Tableau 9 Croissance annuelle (en %) de l'emploi et taux de chômage (en % de la population active)

	Emploi salarié intérieur*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «large»
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,6%	3,7%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,6%	3,7%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,9%	4,2%
2003	2,0	0,3	2,3	3,8	0,5	2,2	3,7%	5,2%
2003 T1	2,1	0,9	3,1	3,9	2,5	3,3	3,7%	5,1%
2003 T2	2,0	0,5	2,3	3,7	1,4	2,3	3,5%	5,0%
2003 T3	2,0	0,1	1,9	3,8	0,8	1,7	3,7%	5,1%
2003 T4	1,9	-0,2	1,8	3,8	0,6	1,5	4,0%	5,5%
2004 T1	2,0	0,4	1,9	3,9	0,7	1,4	4,4%	5,8%
2004 T2	2,5	1,5	2,5	4,8	1,1	1,6	4,0%	5,6%
janv.-04	1,7	0,0	1,6	3,6	0,5	1,2	4,5%	5,9%
fév.-04	1,8	0,5	1,7	3,6	0,6	1,2	4,4%	5,8%
mars-04	2,4	0,8	2,3	4,5	1,0	1,6	4,2%	5,8%
avril-04	2,6	1,4	2,5	4,8	1,1	1,8	4,2%	5,7%
mai-04	2,5	1,5	2,4	4,7	1,1	1,5	3,9%	5,5%
juin-04	2,5	1,7	2,5	4,8	1,1	1,5	3,9%	5,5%
juil.-04	2,6	1,8	2,6	4,7	1,3	1,7	4,0%	5,5%

Sources: IGSS, STATEC, calculs BCL

* Les données concernant l'emploi de mai à juillet sont des estimations

1.2.6.2 Le chômage

En reflet de la reprise graduelle de la croissance économique et de l'emploi, la situation sur le front du chômage est entrée dans une phase de convalescence au cours des sept premiers mois de 2004. Cependant, toutes les valeurs mensuelles observées au cours des sept premiers mois de cette année ont été supérieures aux valeurs respectives de l'année précédente. Le taux de chômage «strict» moyen pendant les sept premiers mois a été de 4,2 % après 3,6 % dans la même période de l'année précédente et le nombre moyen de demandeurs d'emploi s'est élevé à 8 540 personnes, donc en hausse à concurrence de 1 242 unités. Sur base «désaisonnalisée» une quasi-stabilisation du taux de chômage autour de 4,1 % au cours des sept premiers mois de 2004 se manifeste menant à la conclusion que le taux de chômage a dépassé son plafond.

Plus en détail, ce sont les hommes qui continuent d'être majoritairement touchés par le chômage, représentant en moyenne 54,9 % de l'effectif total au cours des sept premiers mois de 2004. Tout comme l'année précédente, la ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âges révèle que ce sont les individus âgés de 31 à 40 ans qui continuent de représenter près d'un tiers des personnes inscrites à l'ADEM¹⁶ (28,1 % plus précisément). Sur le front de la durée du chômage, on observe depuis le début de cette année que la part des personnes inscrites depuis plus de 12 mois est désormais la plus importante (près d'un chômeur sur quatre). En outre, au cours de cette période, la hausse la plus importante du nombre de chômeurs a touché la catégorie des individus enregistrés depuis plus de 12 mois (+2,5 %) ce qui témoigne d'un allongement de la durée moyenne du chômage.

16 ADEM: Administration de l'emploi.

Le taux de chômage au sens «large» qui englobe les chômeurs dans une mesure de mise au travail ou de formation s'est aussi établi au cours des sept premiers mois de 2004 à un niveau supérieur à celui de l'année précédente et ceci en dépit d'un fléchissement graduel sur la période. Ce taux de chômage s'inscrit à 5,7 % en moyenne au cours de la période sous revue ce qui représente 11 675 personnes (après 5,0 % soit de 10 221 personnes l'année précédente à la même période). Ceci est à la fois attribuable à la hausse de la composante «stricte», ainsi qu'à l'augmentation du nombre de mesures spéciales pour l'emploi. De fait, ce nombre a atteint 3 135 personnes en moyenne de janvier à juillet 2004 (après 2 922 unités l'année précédente).

Le nombre d'offres d'emplois non satisfaites (OENS) qui sont autant d'opportunités de sortie du chômage pour les personnes sans emploi, a augmenté graduellement tout au long des sept premiers mois de 2004 (de l'ordre de 15,3 % en glissement annuel) alors que leur nombre avait reculé l'année précédente à la même période (de l'ordre de 17,0 %). De fait, 1 002 emplois ont été proposés en moyenne depuis le début de 2004 (après 876 postes offerts en moyenne en 2003 à la même période). De manière plus détaillée, on observe que plus de la moitié de ces postes vacants se situent dans les secteurs/métiers des «Professions libérales, techniciens et assimilés» et des «Employés de bureau». Le ratio des DENS aux OENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale et la demande de travail (qui est quant à elle aussi adressée aux étrangers). L'augmentation de ce ratio au cours des sept premiers mois de 2004, comparativement à l'année précédente, met en lumière une détérioration de l'appariement entre l'offre et la demande de travail (en moyenne 9 candidats potentiels inscrits à l'ADEM pour un poste offert au cours des premiers mois de 2004 contre un ratio de 8 à 1 l'année écoulée). L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation demeure la plus substantielle: «Autres services» (un emploi offert pour 22 chômeurs potentiellement intéressés), «Vendeurs» (1/20) et «Travailleurs des transports» (1/13). Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail sont ceux des «Professions libérales, techniciens et assimilés» (une proposition d'emploi pour 4 deman-

des potentielles), de l'«Hôtellerie, restauration» (1/8) et, des «Artisans, ouvriers (alimentaire, chimie, production, machiniste)» (1/7).

Dans une optique prospective et au regard des premières données disponibles pour le marché de l'emploi en 2004, le deuxième semestre de l'année en cours devrait confirmer les signes d'amélioration mis en exergue.

1.2.6.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS¹⁷, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est accélérée au cours du premier trimestre 2004 (+3,5 % après +3,0 % au cours de la même période de l'année précédente). Ce renforcement trouve son étiole dans la hausse de la contribution des «autres composantes», à savoir les primes et gratifications, la part contributive de l'indexation automatique des salaires étant demeurée inchangée.

Les principaux faits qui sont susceptibles d'influer sur l'évolution des coûts salariaux en 2004 proviennent d'un part, de la probable augmentation salariale rétroactive des employés du secteur bancaire (qui représentent 15,1 % de la masse salariale); d'autre part, de l'envisageable entrée en vigueur d'une nouvelle cote d'application de l'échelle mobile des salaires au cours du dernier trimestre 2004 (sans doute octobre).

A noter que la croissance annuelle du coût salarial affiche un profil très différencié selon les secteurs au cours du premier trimestre 2004 en raison, du moins en partie, d'une composition différenciée d'employés bénéficiant d'augmentations salariales négociées. D'un côté, les secteurs qui enregistrent les accélérations (en glissement annuel) les plus importantes sont ceux de la «Construction» (+9,7 % après un recul de 2,1 % au cours du premier trimestre 2003), de l'«Industrie» (+3,6 % après +1,8 %), et de l'«Intermédiation financière» (+3,9 % après +2,6 %). De l'autre côté, les secteurs qui ont vu leur croissance annuelle des coûts salariaux se ralentir sont ceux des «Autres services» (+4,0 % au premier trimestre 2004 contre +5,0 % au premier trimestre 2003), de l'«Agriculture, viticulture et sylviculture» (2,8 % après 3,4 % l'année précédente à la même période) et des «Transports et communications» (2,7 % après 3,2 %).

17 IGSS: Inspection Générale de la Sécurité Sociale.

Tableau 10 Décomposition de la croissance du coût salarial moyen par mois et par personne dans l'optique de l'indicateur de court terme de l'IGSS

Années	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
1996	0,8	1,0	1,8
1997	2,3	0,6	2,9
1998	0,2	1,6	1,8
1999	1,0	1,9	3,0
2000	2,7	1,7	4,4
2001	3,1	2,3	5,5
2002	2,1	1,0	3,1
2003	2,1	1,2	3,2
Trimestres			
2003 T1	2,5	0,5	3,0
2003 T2	1,7	1,0	2,6
2003 T3	1,7	1,4	3,1
2003 T4	2,5	1,6	4,1
2004 T1	2,5	1,0	3,5
Mois			
200301	2,5	-0,6	1,9
200302	2,5	1,0	3,5
200303	2,5	1,3	3,8
200304	2,5	1,3	3,8
200305	2,5	-0,7	1,8
200306	0,0	2,2	2,2
200307	0,0	1,8	1,8
200308	2,5	0,4	2,9
200309	2,5	2,0	4,5
200310	2,5	1,6	4,1
200311	2,5	0,4	2,9
200312	2,5	2,5	5,0
200401	2,5	-0,1	2,4
200402	2,5	1,0	3,5
200403	2,5	2,0	4,5

Source: IGSS

1.2.7 Le secteur financier

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

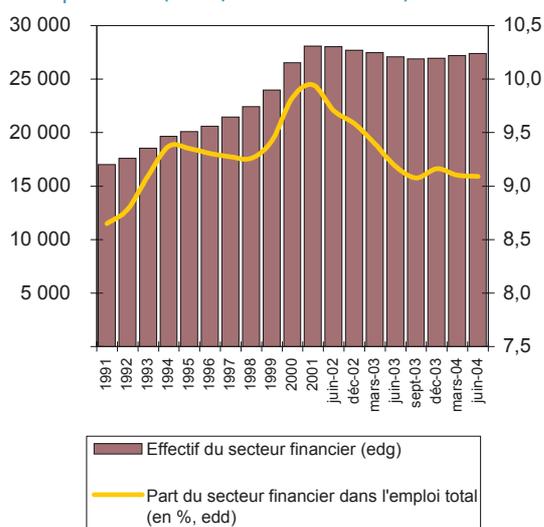
La reprise économique ainsi que les perspectives de croissance enregistrées ces derniers mois, tant au niveau de la zone euro qu'au Luxembourg, ainsi qu'une relative sta-

bilisation du nombre d'établissements de crédits, se sont traduites par une nouvelle croissance de l'effectif du secteur financier au deuxième trimestre de 2004. Cet effectif s'élève à 27 403 unités, soit une augmentation de 0,7 % au deuxième trimestre (199 unités), après une hausse de 0,9 % au premier trimestre. La situation générale de l'emploi au Luxembourg s'est lentement améliorée au cours

du premier semestre de l'année 2004 et l'emploi dans les banques et les PSF semble désormais évoluer en parallèle. Au 30 juin 2004, l'emploi dans les banques et les PSF représente 9,1 % de l'emploi intérieur total, ce qui reste en deçà des niveaux historiques observés en 2001.

Graphique 25

Evolution de l'emploi dans les banques et PSF (échelle de gauche), et part représentative dans l'emploi total (en %, échelle de droite)



Source: BCL

L'emploi dans le secteur des banques est en progression de 0,38 %, à 22 470 unités au 30 juin 2004, (soit 85 unités) pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2002 (cette progression avait atteint 0,07 % entre mars et juin 2002).

Les principaux indicateurs macroéconomiques, ainsi que les profits semestriels annoncés par la plupart des banques, laissent entrevoir la fin d'un cycle de pertes d'emplois. Il faut toutefois rester prudent au regard des tensions internationales qui peuvent venir hypothéquer une reprise économique et boursière robuste, condition nécessaire à la bonne santé des banques luxembourgeoises. Le niveau maximum d'emplois dans les banques a été atteint en décembre 2001, avec 23 879 unités, pour 189 établissements actifs sur la place, soit une moyenne de 126,3 unités par établissement. Au 31 juillet 2004, 167 banques constituent le paysage bancaire luxembourgeois, avec une moyenne de 134,5 emplois par établissement. Au cours des deux dernières années, le paysage bancaire luxembourgeois s'est trouvé marqué par un processus de concentration,

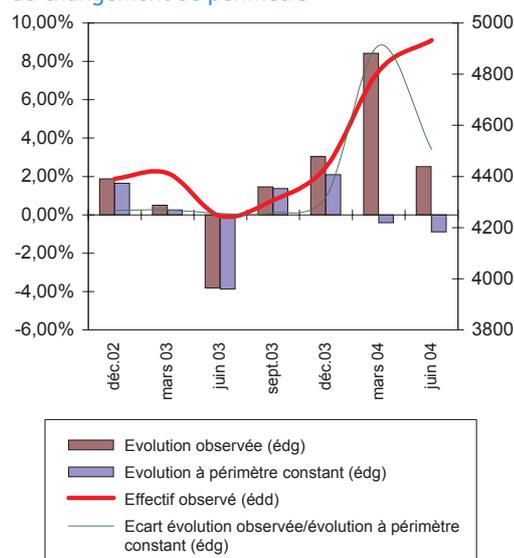
expliquant les diminutions observées de l'effectif, mais également par l'externalisation de nombreuses activités jusqu'alors dévolues aux banques. Depuis le début de l'année 2004, ces phénomènes ont moins pesé sur l'évolution des effectifs.

Pour les professionnels du secteur financier (PSF), l'effectif s'établit à 4 933 unités au 30 juin 2004. La croissance de l'emploi au premier trimestre 2004 avait été favorisée par une extension très large du périmètre de recensement (24 nouvelles entités totalisant 392 emplois). Le deuxième trimestre 2004 est à son tour marqué par une progression de la base de calcul de 11 entités, représentant 164 emplois. L'effectif du secteur des PSF affiche par conséquent une hausse globale de 121 unités, soit 2,5 %, qui se transforme en une baisse de 43 unités (soit 0,9 %) si l'on poursuit une observation à périmètre constant.

Au cours du premier trimestre 2004 nous avons estimé qu'une reprise pérenne de l'emploi dans les PSF était conditionnée à un environnement économique porteur. Si la plupart des signaux macroéconomiques sont annonciateurs d'une reprise saine et durable, certaines incertitudes promptes à briser ce cycle doivent être considérées. Citons à titre d'exemple les tensions internationales autour du pétrole ainsi que le manque de tendance ferme des bourses internationales.

Graphique 26

L'évolution de l'effectif des PSF en tenant compte du changement de périmètre



Source: BCL

1.2.7.2 Les établissements de crédit

- L'évolution du nombre des établissements de crédit

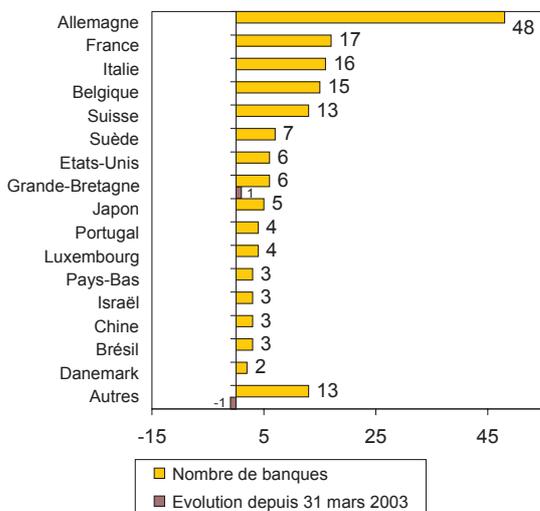
Le mouvement de concentration, qui a nettement marqué le paysage bancaire luxembourgeois au cours des dernières années, s'est légèrement essoufflé au cours du premier semestre de l'année en cours. Les huit premiers mois de l'année 2004 se soldent par une diminution nette de deux entités, la création de deux nouvelles entités étant surpassée par la liquidation de quatre entités existantes.

Depuis le 30 mars 2004, le nombre d'entités actives sur la place est resté stable; d'une part, on a assisté à la liquidation de la Chekiang First Bank (Luxembourg) S.A. en date du 30 avril 2004 et d'autre part à la création de la Northern Trust Global Services Ltd, Luxembourg branch en date du 1 août 2004. Ainsi, le nombre des établissements de crédit s'élève à 168 au 31 août 2004.

La répartition des banques par origine géographique, montre la prédominance des banques allemandes dans l'activité bancaire au Luxembourg avec 48 unités. Au 31 août 2004, on dénombre en particulier 17 banques d'origine française, 16 d'origine italienne, 15 d'origine belge, 13 d'origine suisse et 4 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 48 banques d'origine allemande, ces 6 pays représentent 67 % du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

Graphique 27

Répartition géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



Source: BCL

- La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

Après une longue période de croissance, parfois très marquée, le volume d'activité des banques, tel que mesuré par la somme des bilans, a entamé une période transitoire de déclin au début de l'année 2002.

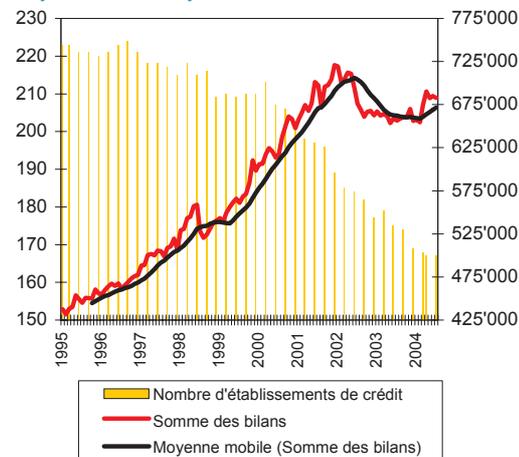
Le niveau le plus élevé de la somme de bilan des banques, observé fin décembre 2001 avec un total de 721 000 millions d'euros, a successivement diminué au cours des 26 mois suivants pour s'établir à 654 603 millions d'euros fin février 2004. Malgré une évolution peu concluante sur base mensuelle au cours des 4 derniers mois, en variation annuelle la reprise de la somme des bilans se confirme avec un taux de croissance annuel moyen autour de 4%. Contrairement à la perte du volume d'activités, caractérisée par un ralentissement important des créances sur la clientèle (145 344 millions d'euros fin décembre 2001 contre 119 804 millions fin juillet 2004), la reprise passe essentiellement, voire exclusivement, par les créances interbancaires.

Du côté du passif, la réduction ainsi que la reprise de la somme des bilans est passée de manière équivalente par l'ensemble des postes majeurs tels que les passifs interbancaires, les dettes envers la clientèle et les titres émis.

Au 31 juillet 2004, la somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois s'est élevée à 682 842 contre 675 161 millions d'euros au 31 mars 2004 soit une hausse de 1,14%. Par rapport au 31 juillet 2003, la somme des bilans s'est accrue de 4,05%, soit 26 586 millions d'euros.

Graphique 28

Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1995 à juillet 2004



Source: BCL

La reprise du volume d'activités sur base annuelle, est confirmée par l'analyse de la somme moyenne de bilan par banque. En effet, la réduction du nombre des établissements de crédit de 176 à 167 unités, survenue entre juillet 2003 et 2004, ne va pas de pair avec une réduction du volume moyen d'activités. La somme

moyenne de bilan par banque est ainsi passé de 3 729 millions d'euros à 4 089 millions d'euros (+9,7 %) au cours de la même période, témoignant ainsi d'un processus de regroupement des activités mais également du maintien du niveau d'attractivité de la place bancaire.

Tableau 11 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (en millions d'euros)¹⁾

Actif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif
	2003/07	2004/06	2004/07	2003/07 - 2004/07		2004/06 - 2004/07		2004/07
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	342 913	367 444	367 369	24 456	7,1	-75	0,0	53,8
Créances sur la clientèle	121 102	122 851	119 804	-1 298	-1,1	-3 047	-2,5	17,5
Portefeuille titres	172 477	174 187	175 444	2 967	1,7	1 257	0,7	25,7
Autres actifs	19 764	20 159	20 225	461	2,3	66	0,3	3,0
Total de l'actif	656 256	684 641	682 842	26 586	4,1	-1 799	-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.

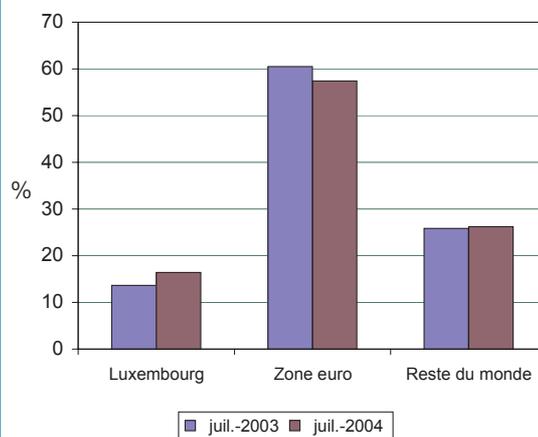
La structure et les composantes des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

L'analyse de l'actif du bilan des banques reflète l'aspect international des activités de la place bancaire dont moins d'un cinquième résulte d'opérations avec des clients résidents. La décomposition géographique des actifs ne peut pas être effectuée pour l'ensemble des postes du bilan; d'une part, les informations nécessaires ne sont pas disponibles et, d'autre part, une telle répartition n'est pas très appropriée pour certains. Cette restriction ne porte cependant pas préjudice à l'analyse géographique des actifs dans leur ensemble: ainsi et pour ce qui concerne le bilan de fin juillet 2004, 97 % de l'actif des banques luxembourgeoises est réparti entre les créances pour 487 173 millions d'euros et le portefeuille de titres pour 175 444 millions d'euros et qu'une ventilation géographique de ces postes peut être effectuée.

De manière générale et tel que cela ressort du graphique, la majeure partie des opérations est conclue avec des résidents des autres pays membres de la zone euro (58,2 %) contre 26,2 % avec des pays hors de la zone euro et seulement 15,6 % avec des contreparties luxembourgeoises.

Graphique 29

Evolution de la répartition géographique de l'actif des banques luxembourgeoises (en pourcentage)



Source: BCL

L'activité interbancaire

L'activité interbancaire est prédominante puisqu'elle représente au 31 juillet 2004, 367 369 millions d'euros, soit 75,4 % de l'ensemble des créances et 53,8 % du total des actifs. Après une progression de 3,8 % entre mars et avril 2004, immédiatement suivie d'une contraction de 1,9 % entre avril et mai, l'encours de créances interbancaires s'est maintenu à un niveau particulièrement élevé durant la fin du deuxième trimestre. Sur base annuelle, de juillet 2003 à juillet 2004, la hausse atteint 7,1 %, soit 24 456 millions d'euros. Avec un encours de 371 389 millions d'euros en avril 2004, ces créances ont atteint leur plus haut niveau depuis mai 2002 (373 365 millions d'euros à cet instant). Les créances sur les autres secteurs, exception faite des administrations publiques, représentent, au 31 juillet 2004, 23,1 % de l'ensemble des créances et 16,5 % de l'actif. Celles-ci ont affiché une tendance légèrement baissière sur le deuxième trimestre, avec une accélération de cette baisse entre juin et juillet 2004 (-2,2 %, à 112 653 millions d'euros). Sur base annuelle, la baisse atteint 1,6 %.

Le constat effectué à l'actif peut être étendu au passif, où l'importance de l'interbancaire est forte, avec 49,2 % de l'encours total, et 60,5 % de l'encours de dettes. Les emprunts des établissements de crédits auprès d'autres établissements de crédits ont fortement progressé de 15 918 millions d'euros entre mars et juillet 2004, soit 5,0 %. Cette hausse atteint 10,6 % entre juillet 2003 et juillet 2004.

Les opérations avec la clientèle non bancaire

En ce qui concerne les opérations conclues avec des contreparties luxembourgeoises, qui se chiffrent à 103 100 millions d'euros au 31 juillet 2004, les créances représentent 91,9 % du total des opérations. L'analyse des créances sur des contreparties résidentes confirme l'analyse générale de la structure des actifs; seulement 27,3 % des créances résultent de crédits aux secteurs non bancaires.

Cette répartition ne diffère que très légèrement de celle observée pour l'ensemble des créances aux résidents et aux non-résidents (environ 75 % pour l'interbancaire et 23 % pour les autres secteurs) en raison de l'importance prise par les eurobanques au Luxembourg, puisque celles-ci sont amenées à réaliser des opérations interbancaires avec leur maison mère.

Sur l'ensemble des créances au secteur non bancaire luxembourgeois, les ménages représentent 11,1 % avec un encours total de 10 533 millions d'euros au

31 juillet 2004. De plus, si l'on observe la répartition des crédits aux ménages, on note la part importante occupée par les crédits immobiliers à destination des ménages luxembourgeois. Ceux-ci représentent 79,1 % de l'ensemble des crédits aux résidents, tandis qu'en ce qui concerne les ménages non-résidents, ce sont les autres crédits qui prédominent avec 93,4 % de l'encours total. Cela tient au fait que les banques luxembourgeoises réagissent à une demande pour crédits hypothécaires domestiques plus importante et qu'elles sont réticentes à financer des projets immobiliers transfrontaliers. D'un autre côté, nombre de non-résidents réalisent des investissements, bien souvent de portefeuille, nécessitant la mise en place de crédits comptabilisés par les banques sous la rubrique des autres crédits.

Au passif, l'encours de dettes avec les autres secteurs s'est dégonflé de 8 685 millions d'euros entre mars et juillet 2004, soit 4 %. Le deuxième trimestre 2004 a donc été marqué par un transfert du financement vers l'interbancaire, au détriment de la collecte de dépôts, ainsi que du financement par l'émission de titres de créances. En effet, l'encours de ces derniers, dont le poids relatif atteint 10,5 % du passif s'est contracté de 2 257 millions d'euros, soit 3 %, entre juillet 2003 et juillet 2004. Cependant, le ralentissement dans les émissions de titres de créances est survenu au début du premier trimestre 2004, et est redevenu plus actif depuis lors.

En ce qui concerne l'origine des fonds déposés par la clientèle du secteur privé non bancaire, les dépôts de 210 089 millions d'euros au 31 juillet 2004 proviennent à raison de 40,1 % de résidents luxembourgeois, contre 37,8 % de résidents des autres pays membres de la zone euro et 22,1 % de non résidents de la zone euro.

Concernant les dépôts effectués par des résidents luxembourgeois, on constate que la majeure partie des dépôts est effectuée par d'autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) avec un montant de 47 113 millions d'euros, soit 62,3 % du total de ces dépôts. Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupent des dépôts de 15 011 millions d'euros au 31 juillet 2004, soit 19,9 % du total des dépôts effectués par des résidents.

Du côté des dépôts émanant de résidents d'autres pays membres de la zone euro, une part prépondérante revient aux dépôts des ménages avec un volume de 30 113 millions d'euros sur un total de 77 528 millions d'euros, soit 38,8 %. Les sociétés non financières quant à elles ont déposé 28 464 millions d'euros soit 36,7 % du total des dépôts effectués par les résidents d'autres

pays membres de la zone euro. Les 24,5 % restant se répartissent entre les sociétés d'assurances, fonds de pensions et autres intermédiaires financiers.

Les résidents luxembourgeois répartissent leurs dépôts, dont le volume total s'élève à 75 583 millions d'euros, en 48 % de dépôts à vue et 43 % de dépôts à terme, tandis que les non-résidents affichent une ventilation de 20 % en dépôts à vue et 70 % en dépôts à terme.

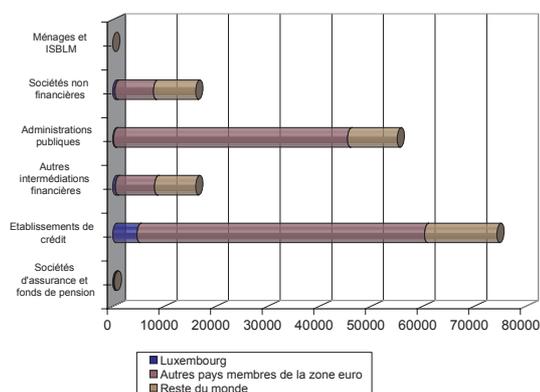
Le portefeuille titres des établissements de crédits

Le portefeuille titres des établissements de crédits représente 25,7 % de l'actif. Sur base trimestrielle, comme sur base annuelle, la croissance de ce poste atteint 1,7 %. Après une progression soutenue au début de l'année 2004, l'encours d'actions s'est contracté en fin de période, au profit du portefeuille obligataire. Plus de 45 % des titres détenus (obligations, actions et participations) par les établissements de crédits luxembourgeois sont émis par d'autres établissements de crédits, 34 % sont émis par des administrations publiques. De plus, parmi les titres détenues, réalisées par des établissements de crédits, seuls 6,3 % le sont par des établissements résidents. Au total, la part des émissions d'entités luxembourgeoises dans le portefeuille titre des établissements de crédits se limite à 3,6 %. Ce chiffre n'est pas vraiment surprenant si l'on considère le faible endettement des administrations publiques luxembourgeoises et le financement surtout bancaire (par opposition à obligataire), des sociétés non-financières luxembourgeoises.

La décomposition par secteur émetteur du portefeuille titres confirme le niveau de risque peu élevé associé à ces investissements puisque les titres détenus sont en majorité émis soit par des établissements de crédit soit par des administrations publiques de pays membres de la zone euro. Notons également que ces investissements n'impliquent pas de couverture importante en fonds propres au vu de la qualité des émetteurs.

Graphique 30

Répartition du portefeuille titres des établissements de crédit luxembourgeois en fonction de l'origine et du secteur de l'émetteur au 30 juin 2004 (en millions d'euros)

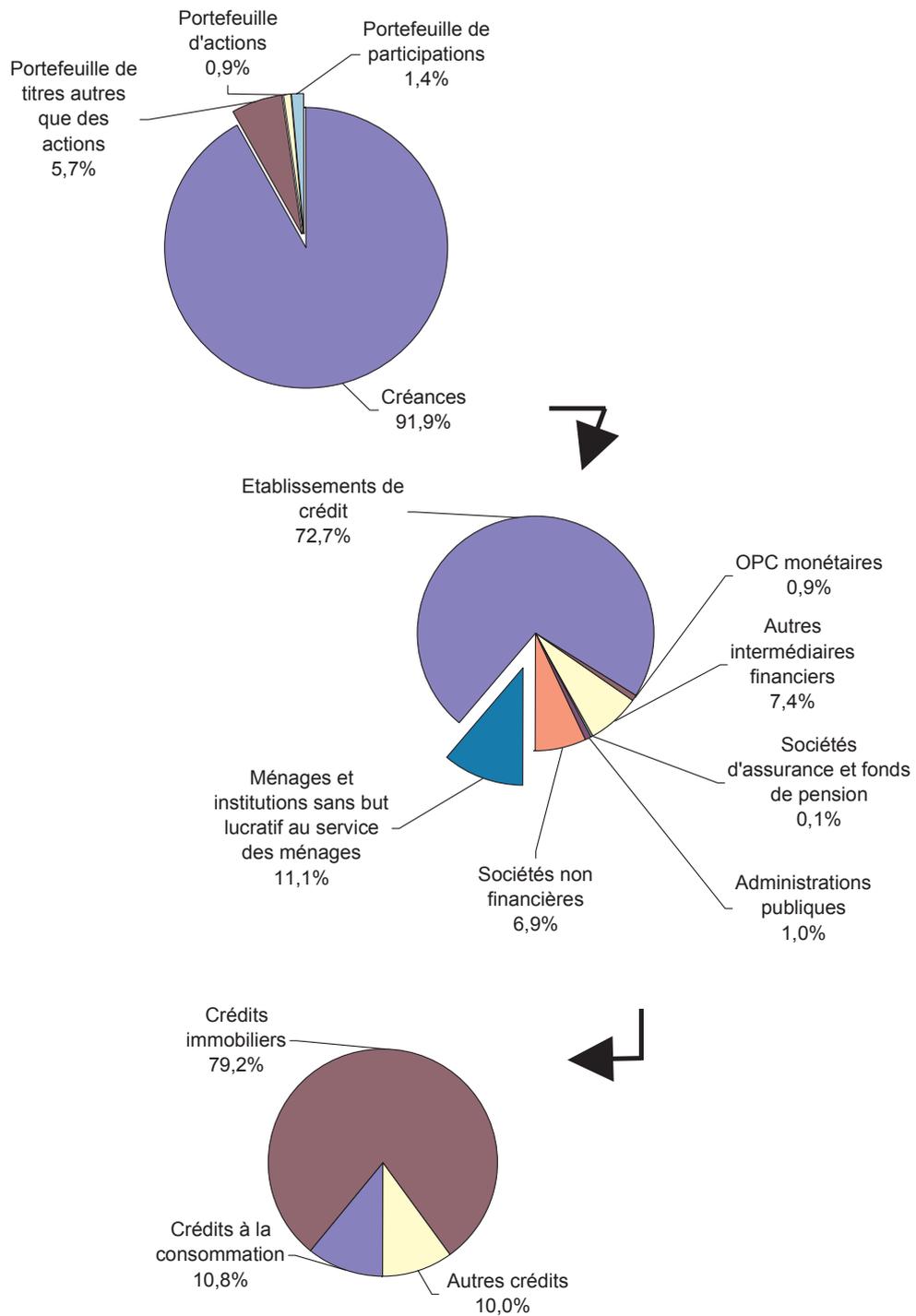


ISBLM: Institutions sans but lucratif aux service des ménages

Source: BCL

Graphique 31

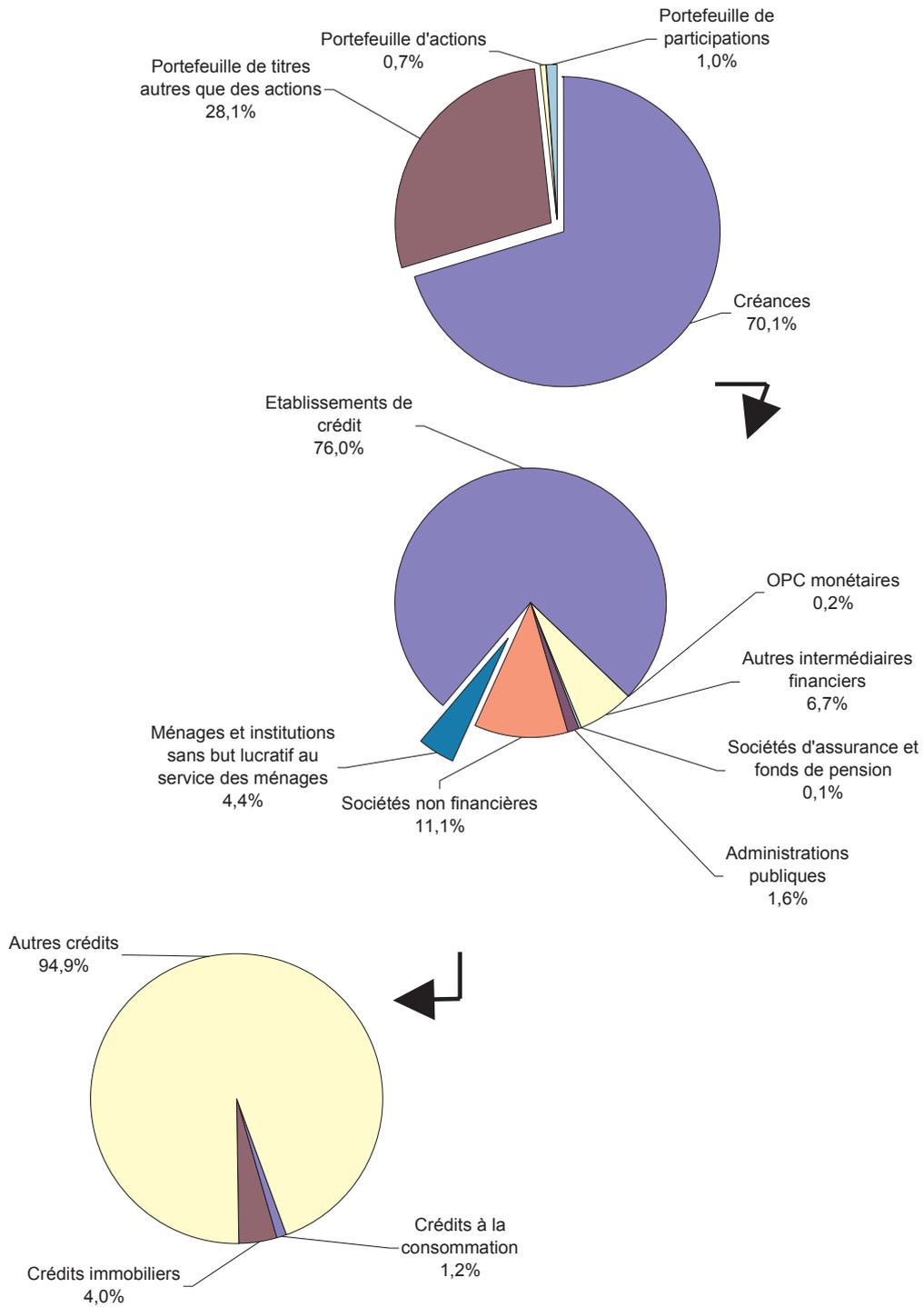
Schéma général de la répartition des actifs des banques envers les résidents luxembourgeois au 31 juillet 2004



Source: BCL

Graphique 32

Schéma général de la répartition des actifs des banques envers les non-résidents luxembourgeois au 31 juillet 2004



Source: BCL

Tableau 12 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (en millions d'euros)¹

Passif	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2004/04-07
	2003/07	2004/06	2004/07	2003/07 - 2004/07		2004/06 - 2004/07		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	303 871	335 306	336 087	32 216	10,6	781	0,2	49,0
Dettes envers la clientèle	222 367	221 750	219 518	- 2 858	-1,3	- 2 232	- 1,0	32,4
Dettes représentées par un titre	74 040	71 977	71 783	- 2 257	- 3,0	- 194	- 0,3	10,5
Autres passifs	55 968	55 607	55 454	- 514	- 0,9	- 153	- 0,3	8,1
Total du passif	656 256	684 641	682 842	26 586	4,1	- 1 799	- 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'enquête sur la distribution du crédit bancaire

Résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de juillet 2004 au Luxembourg

Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de juillet 2004 ont fait apparaître, en moyenne pendant la période avril 2004-juin 2004, un durcissement des critères d'octroi des crédits aux entreprises. Ceux applicables aux crédits pour ménages par contre sont restés plus ou moins inchangés pendant la période en question.

Pour les mois de juillet 2004 à septembre 2004, les banques ont anticipé un durcissement de leurs critères d'octroi de crédits aux entreprises. En ce qui concerne les ménages, les banques ont anticipé des critères d'octroi inchangés.

Du côté de la demande, l'enquête a fait apparaître, pour la période avril 2004-juin 2004, une baisse de la demande pour les crédits émanant des entreprises et une hausse de celle émanant des ménages.

Pour les mois de juillet 2004 à septembre 2004, les banques s'attendaient à une hausse de la demande pour les crédits émanant des entreprises. La demande de crédits émanant des ménages devrait rester plus ou moins inchangée.

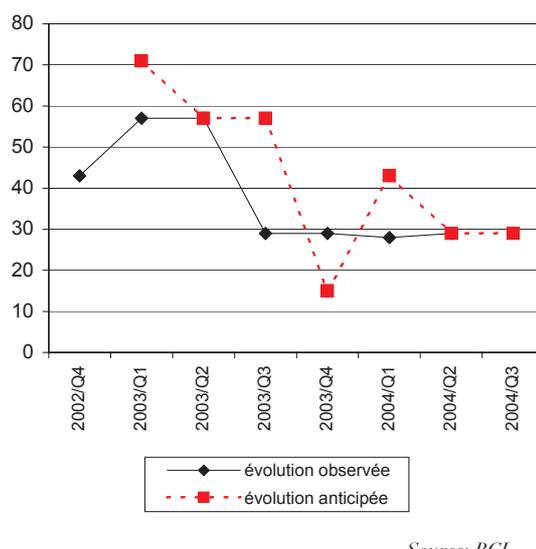
a Crédits accordés aux entreprises

a 1. Critères d'octroi des crédits accordés aux entreprises

S'agissant des crédits aux entreprises, l'enquête a indiqué que le pourcentage net des banques ayant rapporté un durcissement des critères d'octroi est resté au même niveau lors des dernières enquêtes (pourcentage net de 29 %).

Graphique 33

Luxembourg – Crédit aux entreprises: Evolution des critères d'octroi (pourcentage net des banques rapportant un durcissement)



Source: BCL

Selon les réponses à l'enquête de juillet, le durcissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises était dû aux perceptions de risques concernant l'activité économique générale et les entreprises concernées, ainsi qu'aux coûts liés aux fonds propres des banques.

Ce durcissement des critères d'attribution des crédits aux entreprises s'est manifesté principalement au niveau des demandes de garanties ainsi que par d'autres modalités comme l'élargissement des marges d'intérêt sur les prêts les plus risqués, les clauses des

contrats et le montant du crédit accordé et les frais autres que les intérêts. Globalement, les résultats de l'enquête de juillet ont montré que le durcissement observé au deuxième trimestre 2004 était en ligne avec les attentes des banques formulées lors de l'enquête précédente.

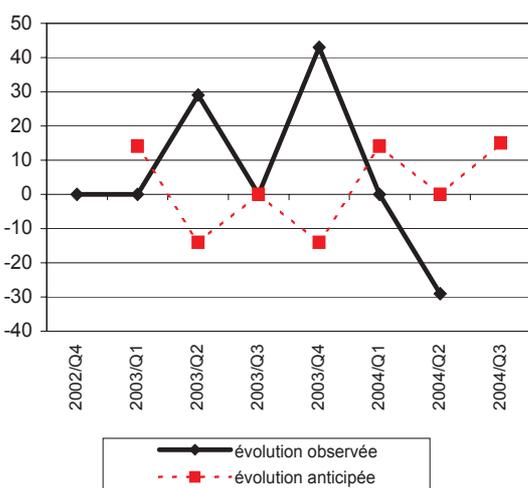
S'agissant des anticipations pour le troisième trimestre 2004, en net 29 % des banques interrogées ont prévu un durcissement futur de leurs critères d'octroi des crédits aux entreprises.

a 2. Demande de crédits émanant des entreprises

En ce qui concerne la demande globale de crédits émanant des entreprises, un net de 29 % des banques interrogées ont rapporté une baisse de la demande alors que celle-ci était restée plus ou moins inchangée lors de l'enquête précédente. La baisse de la demande observée au deuxième trimestre 2004 était liée à un moindre besoin de financement pour investissements en capital fixe.

Graphique 34

Luxembourg – Crédits aux entreprises: Evolution de la demande (pourcentage net des banques rapportant une hausse)



Source: BCL

En ce qui concerne les anticipations pour le troisième trimestre 2004, un net de 15 % des banques interrogées ont anticipé une hausse de la demande de crédits émanant des entreprises.

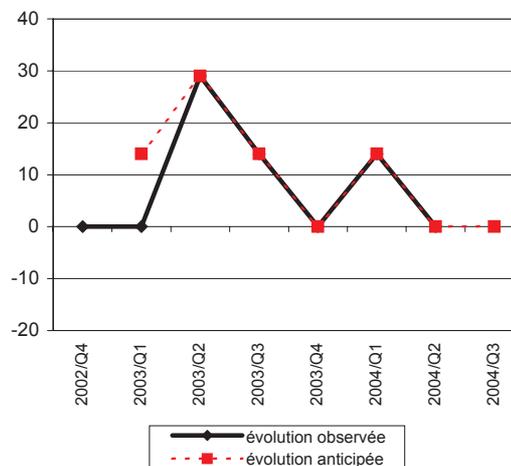
b Crédits aux ménages

b 1. Critères d'octroi des crédits accordés aux ménages

Les résultats de l'enquête de juillet 2004 ont fait apparaître des critères d'octroi inchangés aussi bien pour les crédits à l'habitat que pour ceux à la consommation (contre un durcissement net de 14 % lors de l'enquête précédente).

Graphique 35

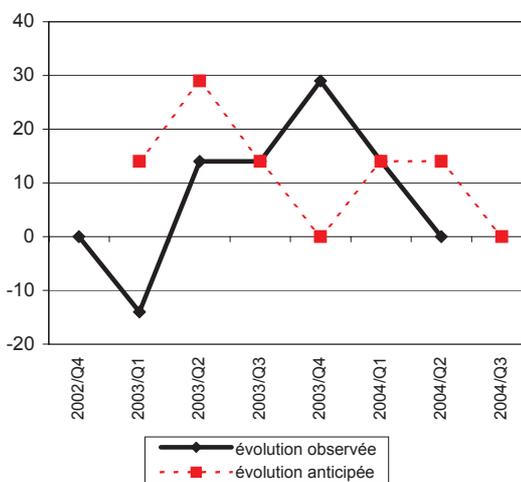
Luxembourg – Crédits à l'habitat: Evolution des critères d'octroi (pourcentage net des banques rapportant un durcissement)



Source: BCL

Graphique 36

Luxembourg – Crédit à la consommation: Evolution des critères d'octroi (pourcentage net des banques rapportant un durcissement)



Source: BCL

Le durcissement des critères d'attribution des crédits aux ménages observé lors de l'enquête précédente (avril 2004) tenait principalement à la perception des risques concernant les perspectives pour l'activité économique générale, celles du marché du logement, les risques relatifs aux garanties requises et la capacité de remboursement des emprunteurs. Ces perceptions de risques sont devenues plus équilibrées lors de l'enquête de juillet.

En ce qui concerne l'évolution attendue pour le troisième trimestre 2004, les banques ont anticipé des critères d'octroi inchangés aussi bien pour les crédits à l'habitat que pour ceux à la consommation.

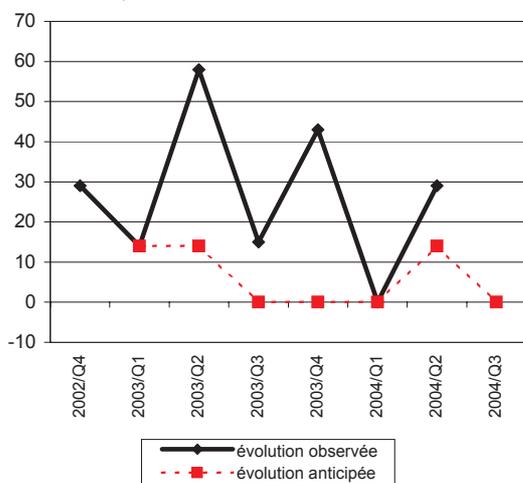
b 2. Demande de crédits émanant des ménages

Du côté de la demande, les résultats de l'enquête de juillet ont montré que les banques ont enregistré une hausse de la demande de crédits émanant des ménages au deuxième trimestre. Ceci a concerné aussi bien les crédits à l'habitat que ceux à la consommation. Cette évolution était liée aux perspectives sur le marché du logement ainsi qu'à l'achat accru de biens durables, comme par ex. voitures et mobilier.

S'agissant des prêts au logement, le pourcentage net des banques rapportant une augmentation de la demande est passé de 0 % en avril à 29 % en juillet. Quant aux prêts à la consommation, le pourcentage net des banques rapportant une augmentation de la demande est passé de 28 % en avril à 14 % en juillet.

Graphique 37

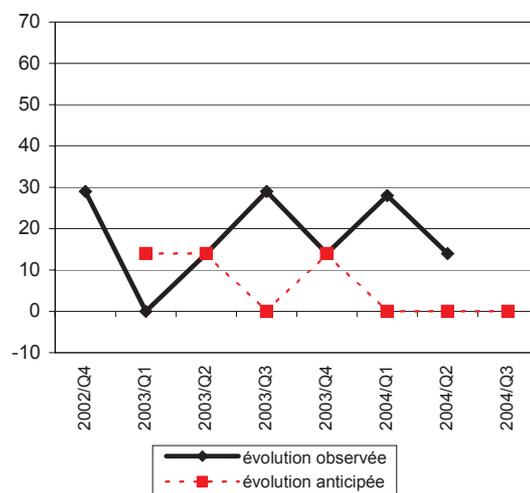
Luxembourg – Crédits à l'habitat: Evolution de la demande (pourcentage net des banques rapportant une hausse)



Source: BCL

Graphique 38

Luxembourg – Crédits à la consommation: Evolution de la demande (pourcentage net des banques rapportant une hausse)



Source: BCL

En ce qui concerne les anticipations pour la demande de crédits émanant des ménages pour le troisième trimestre 2004, les banques interrogées ont prévu une demande inchangée aussi bien pour les crédits à l'habitat que pour les crédits à la consommation.

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

Au second trimestre 2004, les taux d'intérêt offerts par les banques luxembourgeoises pour des crédits et des dépôts à destination des ménages et des sociétés non-financières de la zone euro ne dégagent pas de tendance significative. En effet, après une hausse générale entre mars et avril 2004, puis, pour certains segments, entre avril et mai, le niveau des taux d'intérêt à court terme s'est stabilisé entre mai et juillet. Les crédits immobiliers font exception à cette tendance.

Le taux d'intérêt moyen des crédits à la consommation dont la durée de fixation du taux est comprise entre un et cinq ans, après avoir enregistré une première poussée de 30 points de base entre mars (4,97 %) et avril (5,27 %), affiche une nouvelle progression de 46 points de base entre avril et mai (5,73 %). Ces augmentations, parfois vives, sont le résultat d'une pentification de la courbe des taux au cours du premier semestre 2004, traduisant l'anticipation par les marchés d'une plus grande fermeté dans la politique monétaire de la BCE pour les mois à venir. Les marchés européens ont pris acte des resserrements orchestrés à plusieurs reprises

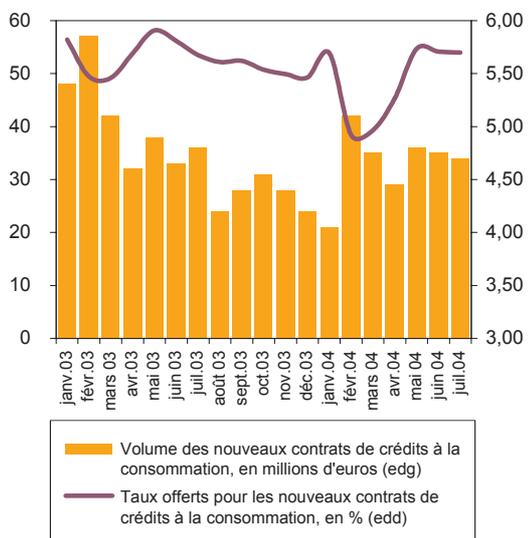
par la Réserve Fédérale américaine ainsi que par son homologue du Royaume-Uni. Une légère détente de trois points de base a ensuite été observée, ramenant le coût de ces crédits à 5,70 % en juillet. Les résultats de la dernière enquête sur les prêts bancaires réalisée auprès des banques luxembourgeoises, ont montré à la fois une forte augmentation de la demande de crédits de la part des ménages (pour la consommation, mais également l'habitat) et des critères d'octrois inchangés. La concomitance de ces deux effets a sans doute permis une meilleure sélectivité des contrats et ainsi de limiter le potentiel de hausse des taux lié à l'anticipation par les banques d'une politique monétaire plus ferme. Ce double effet a également été favorisé par une détente des taux longs en fin de période. Soulignons enfin que les taux d'intérêt des crédits à la consommation atteignent des niveaux généralement bas en février et mars, en raison des différents salons (automobile, meuble) qui se tiennent au Luxembourg, puis reviennent à des niveaux conformes aux conditions de marché.

A l'inverse, après une hausse modérée de trois points de base entre mars (3,36 %) et avril (3,39 %), le coût des crédits immobiliers à taux variable est resté pratiquement inchangé au cours du deuxième trimestre 2004, passant de 3,39 % en mai, à 3,38 % en juin. Une contraction de cinq points de base est intervenue en fin de période, amenant le coût du crédit immobilier à 3,43 % en juillet. Cette évolution est conforme à celle du marché monétaire sur cette période et à l'évolution de la structure par terme des taux.

Bien que supportant des taux d'intérêt variables, ou d'une durée de fixation n'excédent pas un an, la catégorie des autres crédits a connu une évolution proche de celle des crédits à la consommation, dont la durée de fixation du taux est comprise entre un et cinq ans. Après des progressions respectives de 15 points de base entre mars (3,31 %) et avril (3,46 %), puis de 14 points de base entre avril et mai (3,60), leur niveau s'est stabilisé pour atteindre 3,61 % en juillet.

Graphique 39

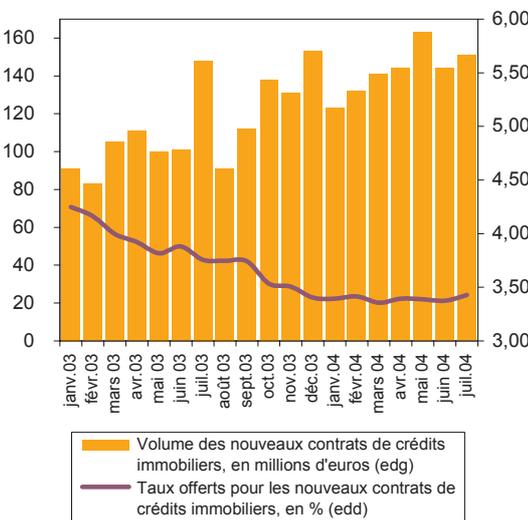
Evolution des taux et des volumes des crédits à la consommation avec une période de fixation du taux d'intérêt (pfti) comprise entre un et cinq ans.



Source: BCL

Graphique 40

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



Source: BCL

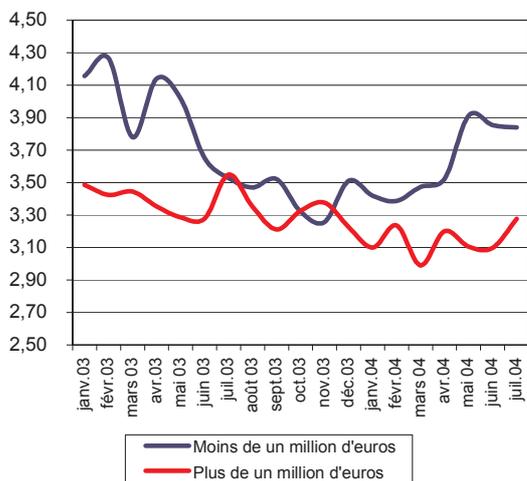
En ce qui concerne les crédits aux sociétés non-financières, le niveau moyen des taux d'intérêt a été plus élevé au second trimestre qu'au premier. Le taux variable moyen a atteint en juillet 2004 3,84 % pour les crédits d'un montant inférieur à un million d'euros et 3,28 % pour les crédits d'un montant supérieur à un million d'euros, contre respectivement 3,47 % et 2,99 % en

mars 2004. Cette évolution s'explique en grande partie par le durcissement des critères d'octroi de crédits aux entreprises par les banques, en raison notamment des risques que ces dernières perçoivent en provenance de l'environnement économique général. La forte volatilité des taux sur la catégorie des crédits de moins de un million d'euros s'explique par une maturité moyenne plus faible, ainsi que par l'existence de primes de risque variables d'une entreprise à l'autre sur ce type de contrat.

Graphique 41

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

Une forte volatilité des taux sur les crédits de moins de un million d'euros...

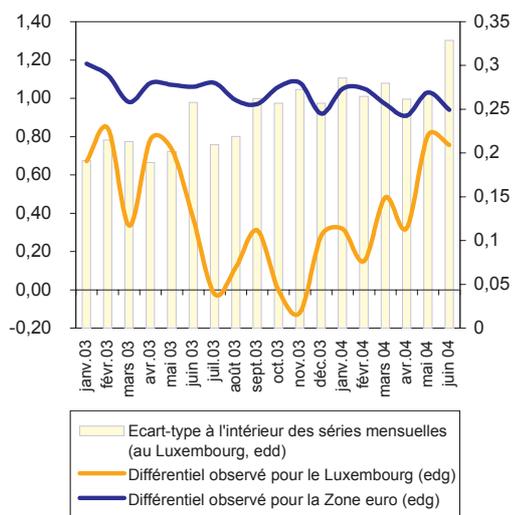


Source: BCL

Graphique 42

Evolution de l'écart de taux entre les crédits aux SNF (pfti inférieure à un an) d'un montant supérieur et ceux d'un montant inférieur à un million d'euro et comparaison avec la zone euro

...qui entraîne une volatilité du différentiel entre les taux des crédits de plus et de moins de un million d'euro plus importante que celle observée pour la zone euro.



Source: BCL

La rémunération des dépôts à vue des ménages n'a que très légèrement diminué au cours du deuxième trimestre de l'année, passant de 1,17 % en avril 2004, à 1,16 % en juillet, atteignant ainsi le plus bas niveau enregistré depuis janvier 2003, date de mise en place de la nouvelle collecte des taux d'intérêt.

Au cours de la même période, la rémunération des dépôts à vue des sociétés non-financières a progressé de sept points de base, passant de 1,53 % en avril à 1,60 % en juillet. L'écart de rémunération avec les dépôts à vue des ménages semble repartir à la hausse, après une baisse quasi continue au cours de l'année 2003. Il convient cependant de tempérer cette observation dans la mesure où l'éventail des taux pour cette seconde série de données (relatives aux sociétés non-financières) est beaucoup plus élevé que celui de la première série (relative aux ménages), ce qui a un impact sur le taux moyen pondéré. Ainsi, en excluant du calcul du taux moyen pondéré à la fois la valeur la plus élevée et la valeur la plus faible, celui-ci tombe de 1,60 % à 1,55 % pour les sociétés non-financières, pour le mois de juillet 2004.

Les taux des dépôts avec une échéance inférieure à un an ont connu une progression faible mais continue au cours du deuxième trimestre 2004. En juillet 2004, ceux-ci s'établissent à 1,78 % pour les ménages et 2,03 % pour

les sociétés non-financières. Cette progression trouve plusieurs origines, comme la pentification de la courbe des taux ou encore une hausse sensible des montants déposés en fin de période (12,3% entre mai et juillet 2004 pour les sociétés non-financières).

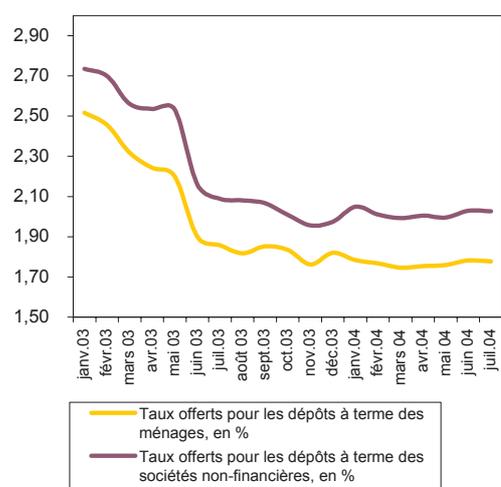
- L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

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

Dans ces conditions, les banques de la place ont pu dégager un résultat brut avant provisions et impôts de 2 027 millions d'euros au 30 juin 2004, ce qui représente aussi bien une faible baisse de 0,4% par rapport au 30 juin 2003 qu'un maintien des niveaux de l'année 2003.

Graphique 43

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



Source: BCL

Tableau 13 Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois¹⁾²⁾ (en millions d'euros)

	2003 / 06	2004 / 06	Variation en %	Variation en termes bruts
1 Intérêts et dividendes perçus	18 099	14 483	-20,0	-3 616
2 Intérêts bonifiés	16 068	12 616	-21,5	-3 452
3 Marge sur intérêt (1-2)	2 031	1 867	-8,1	-164
Revenus nets:				
4 sur réalisation de titres	206	277	34,5	71
5 sur commissions	1 234	1 430	15,9	196
6 sur opérations de change	151	154	2,0	3
7 sur divers	118	17	-85,6	-101
8 Revenus nets (4+5+6+7)	1 709	1 878	9,9	169
9 Résultat brut (3+8)	3 740	3 745	0,1	5
10 Frais de personnel	874	888	1,6	14
11 Frais d'exploitation	664	670	0,9	6
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 538	1 558	1,3	20
13 Impôts divers, taxes et redevances	25	19	-24,0	-6
14 Amortissements sur immobilisé non financier	142	141	-0,7	-1
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	2 035	2 027	-0,4	-8

Source: BCL

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

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

Le résultat brut, couvrant l'ensemble des revenus bancaires de la place, augmente légèrement de 0,1 % pour s'établir à 3 745 millions d'euros au 30 juin 2004.

La marge sur intérêt est en régression de 8,1 % et atteint 1 867 millions d'euros au 30 juin 2004 contre 2 031 millions d'euros à la même date de l'année précédente. Cette diminution s'explique par le cumul de la faiblesse continue de la rémunération sur les marchés monétaires et des marchés obligataires. Cette marge incorpore également des dividendes perçus, qui eux sont en diminution suite à la liquidation de certaines participations considérables par des banques luxembourgeoises. A ceci s'ajoute que le niveau historiquement bas des taux d'intérêt a eu pour conséquence que les établissements de crédit n'ont pu profiter que marginalement de la dernière baisse des taux directeurs de 50 points de base, survenue il y a plus d'un an, le 6 juin 2003. Les intérêts perçus ainsi que les intérêts bonifiés ont en conséquence baissé en chiffres absolus. Fin juin 2004, les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 14 483 millions d'euros (en baisse de 20 % sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient un montant de 12 616 millions d'euros (en diminution de 21,5 % par rapport au 30 juin 2003). Considérant ces différents développements, la marge sur intérêts, tout en diminuant en valeur absolue, maintient son importance relative, qui s'élève à 49,9 % au 30 juin 2004, dans le résultat brut.

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

Le solde sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et par les fonds d'investissements pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire et pour certaines d'administration centrale, a su profiter des conditions plus robustes présentes sur les marchés financiers et du regain de l'activité boursière déjà constatée au premier trimestre 2004. Ces facteurs expliquent la hausse des commissions qui se chiffre à 196 millions d'euros (+15,9 %) sur 12 mois, soit 1 234 millions d'euros au 30 juin 2003 contre 1 430 millions d'euros un an plus tard. Le développement favorable des commissions perçues est confirmé par une hausse continue de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques. La VNI des OPC a franchi le cap des 1 000 milliards d'euros au premier trimestre

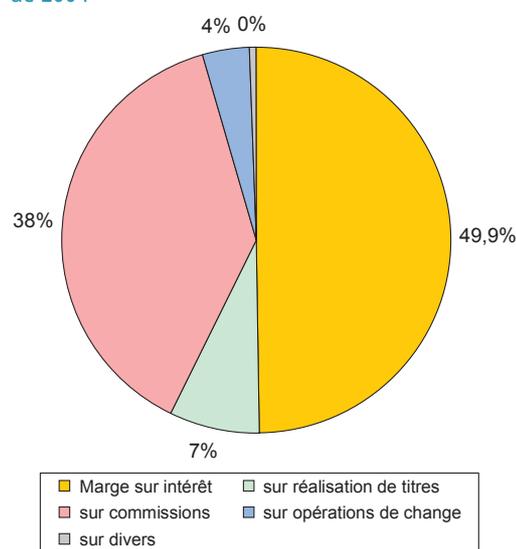
2004 pour s'établir à 1 046 milliards d'euros fin juin 2004.

Les revenus nets sur divers subissent une diminution de -85,6 % ou 101 millions d'euros entre juin 2003 et juin 2004. Cette baisse est principalement due à l'absence en 2004 de ventes de participations par les banques de la place.

Au niveau des frais, la tendance au contrôle des coûts, déjà observée précédemment, se confirme. Ainsi, les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) montrent une hausse modique de 1,3 % (+20 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 1 558 millions d'euros au 30 juin 2004 contre 1 538 millions d'euros un an plus tôt. La majorité de cette hausse est imputable aux frais de personnel: tandis que l'effectif progresse en base trimestrielle, il est toujours en déclin sur base annuelle, de sorte que la hausse observée s'explique en partie du moins par une indexation des salaires (+2,5 %) survenue au troisième trimestre 2003.

Graphique 44

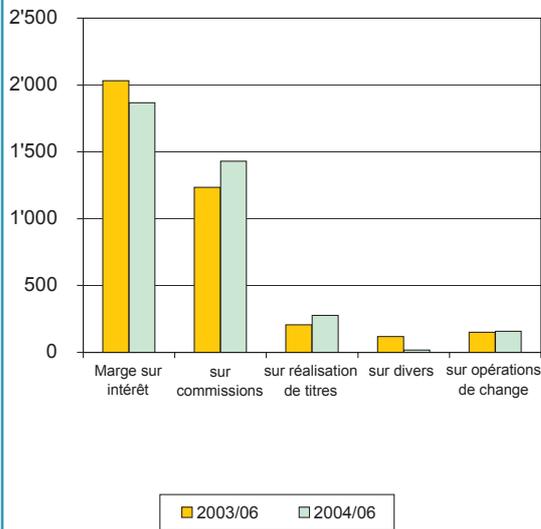
Pondération des principales composantes dans les revenus bancaires au cours du second trimestre de 2004



Source: BCL

Graphique 45

Evolution et ventilation des principales composantes des revenus bancaires au cours du second trimestre de 2003 et 2004 (en millions d'euros)



Source: BCL

Compte tenu de ces évolutions, on constate une baisse du résultat avant provisions de 0,4 % ou 8 millions d'euros en comparaison annuelle.

1.2.7.3 Les organismes de placement collectif

- L'évolution en nombre

La croissance du nombre des OPC luxembourgeois, observée au cours du premier trimestre de l'année en cours, s'est nettement atténuée au cours du deuxième trimestre. Face à l'augmentation nette de 28 unités au cours du premier trimestre, la période d'avril à juin 2004 se caractérise par un accroissement de 11 unités, pour s'élever ainsi à 1 909 unités au 30 juin 2004. Par rapport au 30 juin de l'année précédente, où le nombre d'unités actives sur la place était de 1 917 on notera une baisse de 8 unités.

Tableau 14 Evolution du nombre et de la valeur nette d'inventaire des OPC

En fin de période	2003		2004					
	juin	déc.	jan.	fév.	mars	avril	mai	juin
Nombre d'OPC	1 917	1 870	1 869	1 892	1 898	1 904	1 910	1 909
Valeur nette d'inventaire en EUR millions	876 522	953 302	987 655	1 006 102	1 032 772	1 037 306	1 026 667	1 046 820

Source: Commission de Surveillance de Secteur Financier

- L'évolution de la valeur nette d'inventaire

Après un départ prometteur au cours du premier trimestre de l'année 2004, l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissements a connu une période contrastée jusqu'à fin de juillet. De mars à juin 2004, période au cours de laquelle les grands indices boursiers mondiaux montrent une tendance négative, le patrimoine global des OPC luxembourgeois a évolué de façon positive. Ce dernier affiche un renforcement entre la fin mars et la fin juin 2004 de 14 048 millions euros (+1,4%) pour s'élever à un niveau de 1 046 820 millions d'euros.

Ce développement favorable du volume des actifs nets sous gestion ne peut pas être pris pour acquis pour le reste de l'année. La perte de vitesse des indices boursiers, entamée au mois d'avril 2004, devrait à nouveau freiner le développement favorable du volume des actifs nets au cours des mois à venir. Les incertitudes dans les marchés quant à la reprise économique, apparus avec la flambée des prix pétroliers, devraient à nouveau provoquer un frein aux investissements de la clientèle. Ce ralentissement est déjà perceptible au niveau de l'investissement net moyen en capital qui n'est plus que 8,5 milliards d'euros au cours des mois d'avril à juin 2004, se distinguant ainsi nettement de la moyenne mensuelle de 13,2 milliards d'euros observée au premier trimestre 2004.

- Les OPC monétaires

Le nombre des OPC ou compartiments monétaires a constamment diminué de 431 en juillet 2003 pour arriver à 408 à la fin de juillet 2004. Cette évolution s'accompagne d'un fléchissement de 4 045 millions d'euros de la somme des bilans (-2,4%) qui passe de 169 374 millions d'euros à 165 329 millions d'euros sur cette période de juillet 2003 à 2004.

Les créances et le portefeuille de titres autres que les actions jouent prédominant dans la VNI au 31 juillet 2004 et représentent 159 387 millions d'euros ou 96,4% de l'actif net. La baisse mentionnée de la somme des bilans des OPC monétaires luxembourgeois se traduit par un fléchissement de 6 617 millions d'euros des deux positions précitées, tandis que le poste des autres créances augmente à concurrence de 2 548 millions d'euros. Au 31 juillet 2004, les encours des créances se chiffrent à 16 070 millions d'euros, le portefeuille de titres autres que les actions à 143 316 millions d'euros et les autres créances à 5 891 millions d'euros. Les parts d'OPC monétaires et le portefeuille d'actions ne repré-

sentent qu'une faible partie (51 millions d'euros) dans l'actif net des OPC monétaires luxembourgeoises.

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

1.2.8 Le commerce extérieur

En données brutes, le commerce extérieur du Luxembourg s'est soldé par un déficit de 1,7 milliard d'euros au premier semestre de l'année 2004, soit une hausse de 10% par rapport au même semestre de 2003. Cette progression du déficit commercial s'explique par la croissance relativement forte (+5,4%) des importations de biens qui ont totalisé 6,5 milliards d'euros sur les six premiers mois de l'année en cours, alors que les exportations n'ont augmenté qu'à un rythme moindre (+3,7%) à 4,8 milliards d'euros.

Les contributions à la hausse des importations de biens proviennent essentiellement de matériel de transport, qui a enregistré une hausse de 20%, à la faveur d'acquisition d'aéronefs. Par ailleurs, les consommations intermédiaires de l'industrie sidérurgique, les approvisionnements en produits manufacturés et énergétiques ainsi qu'en boissons et tabac sont en hausse au premier semestre de 2004. En revanche, les importations d'articles manufacturés divers, de machines et équipements, ainsi que les produits chimiques et produits connexes ont poursuivi leur baisse.

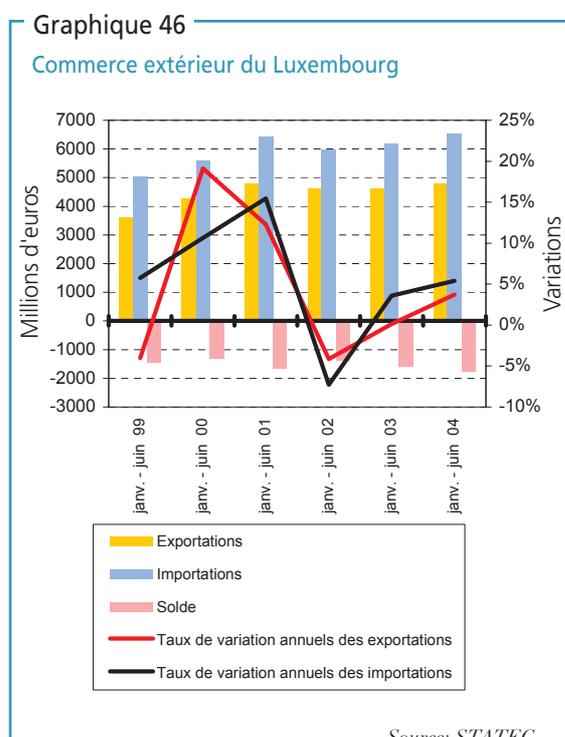
En ce qui concerne les principaux fournisseurs du Luxembourg, sur les six premiers mois de l'année 2004, les importations en provenance de l'UE-25 n'ont augmenté que très légèrement (+1,3%) à 5,8 milliards d'euros. Toutefois, les fournitures de la zone euro, qui représentent 85% des importations, ont progressé de 3%. Les achats de marchandises en provenance des Etats-Unis (pays fournisseur d'aéronefs ci-dessus) ont plus que doublé pour atteindre 378 millions d'euros, soit 5,8% des parts de marché. Il en est de même des importations en provenance d'Asie qui ont augmenté de 45,5%, même si elles ne représentent qu'une légère fraction (3,5%) des parts de marché.

Sur les six premiers mois de l'année en cours, la croissance de 3,7% des exportations du Luxembourg s'explique par la bonne tenue des ventes du secteur sidérurgique. Les

performances de ce secteur ont été malheureusement compensées par la chute des activités de réexportation de téléphones mobiles et par la baisse des exportations de produits chimiques (-5%) et d'articles manufacturés divers (-4,6%). En termes de répartition géographique, les livraisons dans la zone euro se sont relativement bien tenues (+8,8%) alors que les exportations vers les principaux pays partenaires hors zone euro ont fortement reculé. La faiblesse des ventes hors zone euro (21% des parts de marché), dans un contexte caractérisé pourtant par l'affermissement de la demande internationale, pourrait s'expliquer entre autres par le taux de change relativement fort de l'euro comparé aux principales devises internationales.

2004, le solde courant s'élevait à 870 millions d'euros contre 452 millions d'euros au même trimestre de 2003.

A l'exception du solde des services, tous les soldes partiels de la balance courante ont contribué à la détérioration du surplus courant sur l'ensemble du premier semestre et plus particulièrement au deuxième trimestre 2004. Le **déficit des marchandises** s'est ainsi accru de 10,6 % pour atteindre 1,2 milliard d'euros sur les deux premiers trimestres 2004 (dont 769 millions d'euros pour le deuxième trimestre). Cette progression du déficit des marchandises provient des importations qui ont affiché une hausse de 3 %, suite à l'acquisition d'aéronefs par des compagnies aériennes résidentes, dans un contexte où les exportations n'ont augmenté qu'à un rythme moindre (1,4 %).



La contribution la plus importante à la détérioration du solde courant sur l'ensemble du premier semestre 2004 (particulièrement au deuxième trimestre) est venue de la balance des **revenus** dont le déficit est en hausse de 24 % par rapport au premier semestre 2003. L'augmentation du déficit des revenus est essentiellement due au fléchissement des revenus nets d'investissements. Ces derniers se sont en effet soldés par un déficit exceptionnel de 322 millions d'euros au deuxième trimestre 2004. Ce déficit est dû au paiement de dividendes par des sociétés financières. Ces dividendes sont liés à des opérations d'emprunt et de vente simultanées au comptant de titres de participation, opérations couvertes par des produits dérivés enregistrés dans le compte financier. Les titres empruntés à des non-résidents donnent lieu contractuellement au paiement de dividendes échus même si ceux-ci ne sont pas directement perçus par les entités résidentes. Ce sont les plus-values réalisées lors des opérations de vente de titres et les primes encaissées sur produits dérivés, transactions enregistrées dans le compte financier, qui constituent indirectement la contrepartie des dividendes payés.

1.2.9 La balance des paiements courants

1.2.9.1 Le compte courant

Sur l'ensemble du premier semestre 2004, la balance courante du Luxembourg s'est soldé par un excédent de 779 millions d'euros, soit un recul de 21 % comparé au premier semestre de l'année 2003. Cette détérioration s'explique par les développements intervenus au deuxième trimestre 2004 où la balance courante a dégagé un déficit exceptionnel de 90 millions d'euros contre un surplus de 536 millions d'euros au même trimestre de l'année précédente. Au premier trimestre

Par ailleurs, la rémunération versée aux salariés frontaliers s'est chiffrée à 1,7 milliard d'euros pour le premier semestre de l'année 2004, soit une augmentation de 7,2 % par rapport au premier semestre 2003.

La troisième contribution à la détérioration de l'excédent courant est attribuée aux **transferts courants** qui se sont soldés par un important déficit (près de 270 millions d'euros pour chacun de deux trimestres 2004) tant pour les transferts publics que privés.

Le surplus de la **balance des services** a quant à lui enregistré une hausse de 15% à 4,4 milliards d'euros

sur les deux premiers trimestres de l'année en cours. Les principales contributions à cette amélioration ont été apportées par les recettes nettes des services financiers (+23 %), suivis par les services informatiques et le transport. La nette reprise des services financiers entamée depuis le début du deuxième semestre 2003 s'est donc poursuivie au premier semestre 2004 suite notamment à l'évolution favorable du secteur des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue la base de perception des commissions financières.

1.2.9.2 Le compte financier

Au premier semestre de 2004, les transactions financières du Luxembourg avec le reste du monde se sont soldées par des sorties nettes de 701 millions d'euros contre 1,3 milliard d'euros pour la même période de 2003. Ce niveau relativement faible du solde net des opérations financières contraste avec d'importants flux survenus au niveau des différentes rubriques du compte financier. Ainsi, les investissements directs et les autres investissements ont enregistré ensemble d'importantes sorties nettes (32,6 milliards d'euros) compensées lar-

gement par des entrées nettes de 31,9 milliards sur la rubrique investissements de portefeuille (y compris les produits dérivés).

Sur l'ensemble du premier semestre 2004, les investissements directs se sont soldés par des sorties nettes de 2,7 milliards d'euros contre 3,7 milliards au même semestre de 2003. Ces sorties nettes s'expliquent par des prêts intra-groupes octroyés aux sociétés affiliées non-résidentes. Les sorties nettes de 29,9 milliards d'euros enregistrées au premier semestre 2004 par les «autres investissements» sont attribuées à la fois aux intermédiaires financiers monétaires dont les avoirs nets envers les non-résidents ont augmenté de quelques 4 milliards d'euros et surtout aux «autres secteurs» qui ont fortement accru leurs dépôts et prêts à l'étranger.

En ce qui concerne les investissements de portefeuille, au premier semestre 2004, les transactions sur titres de participation ont dégagé un solde net de 30,5 milliards en faveur des titres émis au Luxembourg. Pour les titres de créance, des entrées nettes de 3,7 milliards d'euros ont été enregistrées.

Tableau 14 Balance des paiements du Luxembourg

En millions de EUR	Janvier – Juin 2003			Janvier – Juin 2004 ⁽¹⁾		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	41 066	40 079	988	46 170	45 391	779
Marchandises	5 302	6 354	-1 051	5 374	6 537	-1 163
Services	10 183	6 353	3 830	12 859	8 459	4 400
Revenus	23 857	25 401	-1 544	26 268	28 183	-1 915
Transferts courants	1 724	1 971	-247	1 668	2 212	-544
COMPTE DE CAPITAL	27	118	-91	17	59	-42
	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde
COMPTE FINANCIER⁽²⁾			-1 263			-701
INVESTISSEMENTS DIRECTS⁽³⁾	-44 331	40 611	-3 720	-15 090	12 338	-2 751
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-40 342	39 538	-803	-11 221	11 467	246
Autres opérations, Prêts intragroupes	-3 989	1 072	-2 917	-3 868	871	-2 997
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-35 438	30 233	-5 205	-9 290	43 418	34 128
Titres de participation	-3 719	26 500	22 782	-14 649	45 099	30 450
Titres de créance	-31 720	3 733	-27 987	5 360	-1 681	3 678
PRODUITS FINANCIERS DERIVES			5 468			-2 216
AUTRES INVESTISSEMENTS	-15 892	18 144	2 252	-53 641	23 768	-29 873
AVOIRS DE RESERVE⁽⁴⁾			-58			10
Erreurs et omissions			367			-36

Sources: BCL, STATEC

(1) Chiffres provisoires

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

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

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

Ventilation sectorielle des flux d'investissements directs du Luxembourg

Les investissements directs correspondent à l'ensemble des ressources financières (participations au capital social, prêts ou bénéfices non distribués) qu'une entité résidente d'une économie donnée (l'investisseur direct) laisse à la disposition d'une entreprise résidente d'une autre économie dans le but d'y acquérir un intérêt durable. L'intérêt durable suppose l'existence d'une relation de long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise. Par convention, l'intérêt durable est présumé lorsque la participation de l'investisseur direct dépasse 10 % du capital social¹⁸ de l'entreprise.

Depuis 2002, date de début de publication des statistiques complètes de balance des paiements, dans le domaine des investissements directs étrangers (IDE), le Luxembourg se place en tête de peloton lors des comparaisons internationales¹⁹. Cela suscite des interrogations de la part d'acteurs économiques nationaux et internationaux, interrogations fondées notamment sur le fait que les IDE dépassent largement les investissements réels dans l'économie luxembourgeoise. S'il est vrai en outre que la place que le Luxembourg occupe désormais dans les investissements directs n'est pas à la mesure de son poids dans l'activité économique internationale, il convient de situer cette place dans le contexte d'une économie qui constitue la plate-forme pour des activités d'intermédiation financière internationale. Les statistiques IDE du Luxembourg reflètent la caractéristique essentielle de son économie qui collecte les fonds auprès d'entités non-résidentes en surplus pour les octroyer aux entités non-résidentes en déficit ou en besoin de financement. En d'autres termes, les IDE au Luxembourg sont réinvestis à l'étranger, la très grande majorité passant par des entités financières spécialisées, à savoir les sociétés de participations financières (Holdings ou SOPARFI), les auxiliaires financiers et les autres intermédiaires financiers.

Pour mieux illustrer cette caractéristique d'intermédiation financière non bancaire, la BCL publie désormais, sur son site Internet, les flux d'investissements directs du Luxembourg²⁰ selon trois principaux secteurs économiques résidents, à savoir les établissements de crédit, les entités financières spécialisées ou à vocation spéciale («Special Purpose Entities» ou «SPEs» en sigle) et les autres secteurs économiques. Pour chacun de ces trois secteurs, une distinction est faite entre les différentes formes d'investissements directs, à savoir d'un côté les opérations en capital social et les bénéfices non-distribués et de l'autre côté les autres opérations (prêts intra-groupes et crédits commerciaux entre sociétés affiliées).

Les flux IDE des établissements de crédit (banques agréées) se composent essentiellement des opérations en capital social et bénéfices réinvestis, les autres opérations étant limitées à la dette permanente, conformément à la méthodologie internationale. La dette permanente correspond dans les faits aux prêts ou emprunts à long terme assortis d'une clause de subordination.

Les entités financières spécialisées regroupent diverses sociétés financières non-bancaires, quelle que soit leur structure (sociétés holdings ou SOPARFI, sociétés relais, sièges régionaux, etc.) ou leur vocation (administration, financement des investissements, gestion des risques, courtage, etc.). Les opérations d'investissement direct de ce secteur se composent des transactions sous forme de participations au capital social des entreprises liées, mais aussi sous forme de prêts intra-groupes²¹. Pour ce secteur, les bénéfices réinvestis ne sont pas actuellement compilés, étant donné que l'enquête annuelle ad hoc ne couvre pas ce type de sociétés.

Les «Autres» secteurs regroupent toutes les transactions d'investissement direct des sociétés autres que les banques et les SPEs.

18 Cfr. *Fonds Monétaire International (1993), Manuel de la Balance des paiements, 5^e édition, pp. 92-96*

19 Voir

a) UNCTAD, *World Investment Report 2003*

b) OCDE, *Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investments, June 2003, 2004*

c) EUROSTAT, *Communiqué de Presse 94/2004 du 29 juillet 2004*

20 Cfr. Tableaux 8.3.0, 8.3.1, 8.3.2

21 Les prêts ou emprunts intra-groupes, à l'exception de la dette permanente, de quelques entités spécialisées bien identifiées au préalable et qui ont pour vocation principale de servir d'intermédiaire financier sont exclus des investissements directs, conformément aux recommandations internationales (Cfr. FMI, *Manuel de la balance des Paiements, 5^e édition, paragraphe 372*)

La ventilation sectorielle des flux IDE du Luxembourg avait été présentée pour les données de l'année 2002 dans le Bulletin BCL 2003/2 (pp.43-46) qui avait montré l'ampleur particulière des transactions des Entités financières spécialisées dans ces statistiques. C'est dans cette même logique que les flux IDE 2003 font succinctement l'objet de la présente analyse.

Tout comme en 2002, la balance des paiements du Luxembourg a enregistré en 2003 des flux relativement importants au niveau des investissements directs. La ventilation par secteur économique résident des flux IDE 2003 fait apparaître que les entités financières spécialisées représentent plus de 90 % des flux IDE totaux. En 2003, les investissements directs du Luxembourg à l'étranger se sont en effet établis à 89,5 milliards d'euros, dont 88 milliards (soit 98 %) ont été réalisés par les seules entités financières spécialisées. Les 89,5 milliards d'investissements directs du Luxembourg à l'étranger se sont répartis de la façon suivante selon les différentes formes: 78,3 milliards (dont 77 milliards pour les SPEs) ont pris la forme des participations au capital social des entreprises liées et 11,2 milliards (émanant presque exclusivement des SPEs) pour les prêts aux sociétés liées. En termes de comparaison internationale, en 2003, d'après les chiffres de l'OCDE, le Luxembourg demeure le deuxième pays investisseur, loin derrière les Etats-Unis et devant la France (troisième position), le Royaume-Uni et les Pays-Bas²².

En ce qui concerne les entrées d'investissements directs, au cours de l'année 2003, le Luxembourg a bénéficié de 81,8 milliards d'euros, dont 76,5 milliards (soit 93 %) pour les seules SPEs. Les entrées d'IDE au Luxembourg se sont réparties de la façon suivante selon les différentes formes d'investissement: 75,3 milliards (dont 71 milliards pour les SPEs) ont pris la forme des participations au capital social et 6,5 milliards (dont 5,5 milliards pour les SPEs) au titre d'emprunts aux entreprises liées. En comparaison avec les autres pays industrialisés²³, le Luxembourg est demeuré la première destination des investissements directs étrangers au cours de l'année 2003, loin devant la France et les Etats-Unis (troisième position).

En conclusion et sur base de ces constats, la place de choix qu'occupe le Luxembourg dans les flux internationaux d'investissements directs s'explique directement par la prépondérance des transactions des SPEs. Par ailleurs, outre le contexte général d'intermédiation financière évoquée ci-dessus, les flux IDE des SPEs s'inscrivent dans le cadre stratégique des entreprises multinationales visant à utiliser de manière optimale les différences entre pays en matière d'infrastructures financières, de véhicules institutionnels et de régimes fiscaux.

Tableau 16 Ventilation sectorielle des flux IDE du Luxembourg au cours de l'année 2003

En millions EUR	Solde	Investissements directs à l'étranger ⁷⁾			Investissements directs de l'étranger		
		Total	Opérations en capital ⁶⁾	Prêts intra-groupes	Total	Opérations en capital ⁶⁾	Prêts intra-groupes
Banques	1 223	249	300	-51	974	755	219
SPEs	-11 980	-88 435	-77 155	-11 280	76 455	71 050	5 405
Autres	3 032	-1 349	-1 434	85	4 381	3 482	899
Total tous secteurs	-7 725	-89 535	-78 289	-11 246	81 810	75 287	6 523

Source: BCL, STATEC

Notes: 6) Y compris les bénéfices réinvestis pour les secteurs «Banques» et «Autres».

7) Le signe négatif (-) indique une sortie nette de fonds. Un signe positif (+) sous cette rubrique correspond à un rapatriement de fonds c'est-à-dire à un désinvestissement.

²² Voir note 20)

²³ Voir note 20)

1.2.10 Les finances publiques

Une nouvelle version des comptes SEC 95 des administrations publiques – qui regroupent l'Etat central, les pouvoirs locaux et la sécurité sociale – a été diffusée en août par le STATEC. Elle comporte certaines révisions significatives par rapport aux données similaires, publiées en mars 2004. Ces ajustements reflètent pour l'essentiel l'intégration du compte définitif du budget de l'Etat central et de la sécurité sociale, ainsi que la prise en compte de nouvelles données sur les dépenses de certains fonds spéciaux. Le compte des administrations publiques se serait soldé par une capacité de financement équivalente à 0,8 % du PIB en 2003 selon les nouvelles données, alors que les comptes de mars faisaient ressortir un léger déficit, égal à 0,1 % du PIB, pour la même année. Cette révision conséquente de 0,9 % du PIB est la résultante de recettes totales plus élevées à raison de plus de 0,1 % du PIB et de dépenses en retrait de 0,8 % du PIB.

Les recettes se sont avérées plus importantes qu'estimé en mars 2003 en raison d'une révision à la hausse des impôts directs et indirects (respectivement +78 et +23 millions d'euros), qui n'a été que partiellement atténuée par un ajustement à la baisse des cotisations sociales (-34 millions d'euros). Ces dernières ne s'accroîtraient plus que de 6,5 % par rapport à 2002, alors que leur taux de progression s'établissait encore à 8,2 % sur la base des données de mars. La nette révision à la baisse des dépenses, qui se monte au total à 182 millions d'euros pour l'année 2003, se localise pour l'essentiel dans quatre catégories, à savoir les transferts sociaux (-34 millions d'euros), la rémunération des agents et employés de l'Etat (-32 millions), la consommation intermédiaire (-46 millions) et en particulier les transferts en capital (-114 millions d'euros sous l'effet, notamment, d'une révision des dépenses de certains fonds spéciaux). Ces évolutions ont été partiellement compensées par un ajustement à la hausse des transferts courants autres que les paiements sociaux (+44 millions).

Tableau 17 Aperçu des comptes des administrations publiques d'août et de mars 2004 (En pourcentages du PIB)

	2000	2001	2002	2003
Août 2004				
Recettes totales	45,3	45,7	46,8	46,8
Dépenses totales	39,3	39,3	44,0	46,0
Solde	+6,0	+6,4	+2,8	+0,8
<i>dont Etat central</i>	+2,8	+3,3	+0,3	-1,3
<i>dont pouvoirs locaux</i>	+0,6	+0,2	+0,2	+0,1
<i>dont sécurité sociale</i>	+2,6	+3,0	+2,4	+2,0
Pour mémoire: mars 2004				
Recettes totales	45,3	45,8	47,0	46,7
Dépenses totales	39,1	39,6	44,3	46,8
Solde	+6,3	+6,3	+2,7	-0,1
<i>dont Etat central</i>	+3,2	+3,1	+0,2	-2,0
<i>dont pouvoirs locaux</i>	+0,6	+0,2	+0,2	-0,1
<i>dont sécurité sociale</i>	+2,5	+2,9	+2,3	+2,0

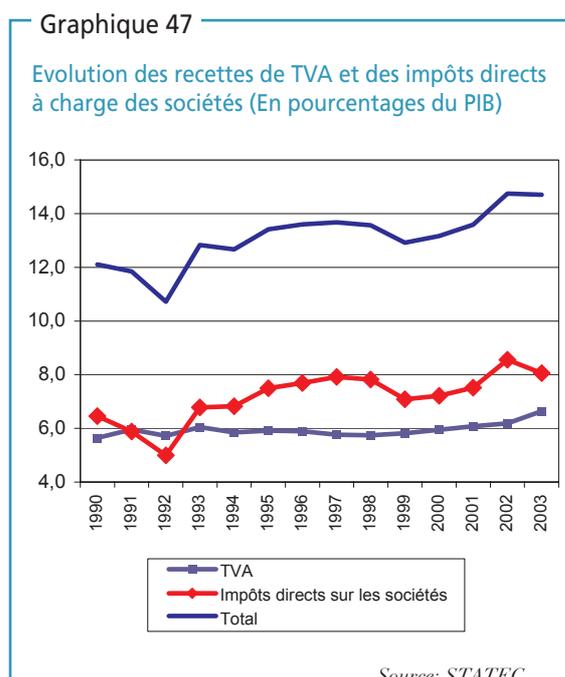
Source: STATEC

Les révisions ont surtout affecté l'Etat central, dont le déficit 2003 a été révisé à la baisse à raison de quelque 175 millions d'euros. Le solde des pouvoirs locaux s'est quant à lui amélioré à concurrence de 46 millions d'euros.

Même si les comptes des administrations publiques apparaissent sous un jour plus favorable qu'en mars 2003, il convient toujours de faire preuve de la plus grande pru-

dence dans la mise en œuvre de la politique budgétaire. Le surplus des administrations publiques est en effet le plus faible depuis 1992 et il est nettement en deçà des plantureux excédents enregistrés en 2000 et en 2001. De surcroît, ce surplus résulte du niveau particulièrement élevé des recettes engrangées au titre de deux prélèvements, à savoir les impôts directs sur les sociétés et la TVA. Comme l'indique le graphique ci-joint, ces recettes

se sont situées à un niveau exceptionnellement élevé en 2002 et en 2003, en dépit de la mise en œuvre d'un important allègement de l'impôt sur le revenu des collectivités en 2002. Cette évolution s'explique principalement par la progression de la partie du produit de l'impôt des sociétés qui est liée aux exercices fiscaux antérieurs (soldes d'impôt) et, en ce qui concerne la TVA, à la montée en puissance de l'activité d'entreprises de services informatiques à partir du milieu de l'année 2003.



Note: Les impôts directs à charge des sociétés se composent de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC), de l'impôt commercial communal et de l'impôt de solidarité sur l'IRC.

Le maintien de ces prélèvements à un niveau élevé au cours des prochaines années n'est nullement assuré. D'une part, les recettes de TVA additionnelles pourraient être réduites à néant si la taxation des services électroniques dispensés à des non-résidents s'effectuait en fonction du lieu de résidence de ces derniers plutôt que sur la base du pays d'implantation des prestataires de services. D'autre part, les impôts directs à charge

des sociétés devraient toutes autres choses égales par ailleurs graduellement converger vers un étiage d'environ 6% du PIB à partir de 2004, sous l'effet conjoint de l'amenuisement des soldes d'impôt liés aux exercices fiscaux antérieurs et de l'impact différé de la réforme fiscale mise en œuvre en 2002²⁴.

Cette déperdition de recettes fiscales pourrait certes être tempérée par les répercussions budgétaires de la directive européenne sur la taxation des revenus de l'épargne, qui permettra à l'Etat luxembourgeois d'engranger 25% du prélèvement à la source sur les revenus d'intérêt perçus au Luxembourg par des particuliers non-résidents. L'impact budgétaire précis de la directive, qui entrera en principe en vigueur en juillet 2005, est cependant difficile à estimer à ce stade. Les particuliers non-résidents pourraient en effet être tentés de modifier leur allocation de portefeuille en faveur, par exemple, de prestations d'assurance ou de produits financiers synthétiques, afin d'éviter le nouveau prélèvement. En outre, la directive pourrait limiter quelque peu la croissance de certains segments de la place financière, avec à la clef une décélération de la progression des impôts directs en provenance du secteur financier.

En principe, l'instauration d'une retenue à la source libératoire sur les revenus de capitaux des résidents luxembourgeois, qui a été annoncée dans le récent accord de coalition, devrait également avoir des retombées budgétaires favorables. Un chiffrage rigoureux de cet impact ne pourra cependant être effectué que lorsque la loi afférente et ses modalités d'application seront connues. Trois facteurs devraient en tout cas amoindrir le rendement budgétaire de cette mesure. En premier lieu, les particuliers sont actuellement tenus de mentionner certains revenus de capitaux dans leur déclaration fiscale. Ces revenus sont en conséquence intégrés au revenu imposable et taxés en conséquence. En second lieu, l'instauration du prélèvement devrait s'accompagner d'une suppression de l'impôt sur la fortune des personnes physiques, comme l'indique l'accord de coalition. Enfin, les autorités pourraient mettre en place un système d'exonération fiscale, du moins jusqu'à un certain seuil de revenus de capitaux.

Au total, l'évolution des recettes au cours des prochaines années paraît singulièrement difficile à appréhender, ce qui souligne la nécessité d'une surveillance étroite de

²⁴ Les impôts directs à charge des sociétés se sont en moyenne montés à 7,0% du PIB de 1990 à 2001. Cependant, le taux d'imposition global correspondant est actuellement de 23% inférieur à sa moyenne 1990-2001, du fait de la mise en œuvre d'une importante réforme fiscale en 2002. Les impôts directs sur les sociétés devraient donc à terme converger vers $7,0\% \cdot 0,77 = 5,4\%$ du PIB, du moins si les bénéfices taxables demeurent inchangés par rapport au PIB (exprimés en pourcentages du PIB, les excédents bruts d'exploitation augmentés du revenu mixte sont en tout cas demeurés relativement stables au cours de la période 1990-2003, au cours de laquelle ils ont oscillé entre 35 et 40% du PIB).

la progression des dépenses des administrations publiques. Le récent accord de coalition indique d'ailleurs que «le Gouvernement n'arrêtera pas de nouvelles mesures ayant un impact important sur la croissance des dépenses de l'Etat». Par ailleurs, la norme selon laquelle la progression du total des dépenses de l'Etat devra être maintenue «dans les limites de la croissance économique dans une optique de moyen terme» est confirmée. Enfin, toujours selon le même accord, les projets d'investissement seront soumis à «une analyse et procédure plus détaillées ayant pour objectif de réduire le coût des investissements publics». La mise en œuvre de ces engagements s'impose d'autant plus que la soutenabilité à terme de la sécurité sociale n'est nullement garantie. Ainsi, les dernières données de l'UCM confirment que l'assurance maladie pourrait connaître un déficit courant de l'ordre de 100 millions d'euros en 2005, ce qui suggère l'apparition de problèmes de financement récurrents au cours des prochaines années en l'absence de nouvelles mesures. De surcroît, la soutenabilité à moyen terme du régime de pension n'est pas assurée, comme l'ont déjà montré diverses études nationales et internationales.

La décision de transférer au régime de pension le financement d'une partie du forfait d'éducation va d'ailleurs peser sur les perspectives financières de ce régime. Cette

mesure devrait néanmoins améliorer à due concurrence le solde budgétaire de l'Etat central, de sorte que le nouveau mode de financement du forfait ne devrait a priori occasionner aucune dégradation du solde SEC 95 de l'ensemble des administrations publiques. En conséquence, la soutenabilité à terme des finances publiques considérées dans leur globalité ne serait pas pénalisée par la nouvelle mesure. Cependant cette neutralité budgétaire suppose que les dépenses de l'Etat central autres que le forfait d'éducation ne soient pas affectées par le nouveau mode de financement. Si, par contre, la marge de manœuvre acquise par le budget de l'Etat du fait du transfert des dépenses vers le régime de pension débouchait sur une hausse de ces dépenses, il en résulterait un impact dommageable pour la soutenabilité des finances publiques luxembourgeoises.

Le tableau ci-joint explicite ce raisonnement. La quatrième colonne de ce tableau est établie en supposant que la norme en vertu de laquelle les dépenses de l'Etat central doivent progresser «dans les limites de la croissance du PIB» s'applique à ces seules dépenses «hors forfait». Il est à noter que dans ce cas, la progression des dépenses totales de l'Etat central serait en deçà de la croissance du PIB nominal (+3,4 % contre +4,0 %), du fait de l'impact mécanique du financement alternatif du forfait.

Tableau 18 Impact du nouveau mode de financement du forfait d'éducation (Exemple hypothétique, en millions d'euros)

	Année t-1	Année t		
		Mode de financement actuel du forfait d'éducation + progression des dépenses en ligne avec le PIB nominal, soit 4 % par hypothèse	Nouveau mode de financement avec neutralisation de l'impact sur la croissance des dépenses totales de l'Etat central	Nouveau mode de financement sans neutralisation de l'impact sur la croissance des dépenses totales de l'Etat central
Dépenses totales de l'Etat central	6477	6736 (+4,0%)	6700 (+3,4%)	6736 (+4,0%)
dont forfait	35	36	0	0
dont autres dépenses	6442	6700 (+4,0%)	6700 (+4,0%)	6736 (+4,6%)
Régime de pension (nouvelles dépenses liées au forfait)	0	0	36	36
Total Etat central + dépenses du régime de pension liées au forfait	6477	6736	6736	6772

Source: budget 2004, calculs BCL

Notes: Le PIB nominal est censé augmenter de 4 % de t-1 à t. Il s'agit d'un exemple purement hypothétique. Par ailleurs, les dépenses sont censées s'accroître parallèlement à cette croissance nominale du PIB en t. Il s'agit d'une représentation approximative de la

norme selon laquelle la progression des dépenses de l'Etat central doit rester «dans les limites de la croissance économique dans une optique de moyen terme». Cette norme se déploie certes sur un horizon de moyen terme, et non sur une base annuelle. L'élaboration du

tableau sur un horizon de 4 ou 5 ans aurait cependant singulièrement compliqué l'analyse, sans que les résultats fondamentaux de l'analyse soient altérés.

Le montant de 35 millions d'euros relatif au forfait a été extrait du budget 2004. La partie de ce montant qui se rapporte aux bénéficiaires de pensions d'un régime spécial de pension du secteur public ne sera pas prise en charge par le régime général de pension. Cependant, l'extension de la couverture du forfait, qui est prévue dans l'accord de coalition, devrait quant à elle contribuer à rehausser le transfert de dépenses au régime de pension. Au total, il est probable que le transfert de dépenses excèderait 35 millions d'euros.

Alternativement, l'Etat central pourrait profiter du transfert du financement du forfait pour accroître les dépenses hors forfait au-delà de la croissance du PIB nominal, comme l'illustre la dernière colonne du tableau. Dans ce

cas, la norme de progression des dépenses serait certes formellement respectée. Les dépenses totales de l'Etat central resteraient en effet dans les limites de la croissance du PIB, à la faveur du transfert des dépenses liées au forfait. Dans un tel cas de figure, la hausse de 36 millions d'euros des prestations du régime de pension ne serait cependant plus contrebalancée par une diminution correspondante des dépenses de l'Etat central. Il en résulterait un gonflement des dépenses totales des administrations publiques et une dégradation concomitante de leur solde budgétaire total, de sorte que la neutralité budgétaire du nouveau mode de financement ne serait plus de mise.

Ce résultat montre que la norme de croissance des dépenses de l'Etat central devrait s'appliquer aux seules dépenses hors forfait d'éducation et non aux dépenses totales, faute de quoi le nouveau mode de financement occasionnerait une dégradation du solde SEC 95 des administrations publiques considérées dans leur globalité.

Encadré: les propositions de réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance

Les règles présidant à la surveillance multilatérale des politiques budgétaires au niveau européen sont de première importance pour la mise en œuvre de la politique monétaire unique. Dans un cadre où les politiques budgétaires sont principalement définies au niveau national, un outil tel que le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) est indispensable pour éviter tout recours excessif des autorités nationales à l'endettement public, qui affecterait négativement les conditions d'exercice de la politique monétaire.

La Commission européenne a publié le 3 septembre 2004 une communication au Conseil et au Parlement européen, qui renferme diverses propositions de réforme du PSC. Même si l'idée de base du renforcement de l'applicabilité du PSC est des plus légitimes, un premier examen suggère que les propositions de la Commission accroîtraient la complexité du cadre de surveillance des politiques budgétaires et que nombre d'entre elles seraient difficilement opérationnelles. Par ailleurs, il convient d'opérer une distinction entre d'une part les aspects préventifs du PSC, où une prise en compte plus exhaustive des informations économiques semble justifiée sous certaines conditions, et d'autre part le volet «correctif» du Pacte. Les modifications de ce dernier volet telles qu'elles sont proposées par la Commission pourraient conduire à un relâchement de la discipline budgétaire, tout en portant préjudice à l'égalité de traitement des Etats membres. Cette évaluation d'ensemble découle d'un examen préliminaire des principales propositions de la Commission, qui sont successivement abordées ci-dessous. Outre ces propositions, la Commission mentionne le nécessaire renforcement de la coordination des politiques budgétaires et l'amélioration de la fiabilité des statistiques budgétaires. Ces objectifs sont évidemment des plus légitimes.

Proposition i) Accroître la place accordée à la dette publique et à la viabilité dans la surveillance des positions budgétaires

La proposition i) vise surtout à conférer un rôle plus important au critère d'endettement dans la surveillance budgétaire multilatérale. Il s'agirait notamment de rendre opérationnel le critère en vertu duquel le ratio de la dette brute consolidée au PIB doit se réduire «à un rythme satisfaisant». En parallèle, la surveillance budgétaire accorderait plus d'attention aux facteurs qui influent sur la viabilité à long terme des finances publiques, par exemple les retraites et les actifs des administrations publiques. Cette proposition permettrait de corriger la situation actuelle, qui se caractérise par une focalisation trop exclusive sur les déficits budgétaires.

Malheureusement, la notion de «réduction suffisante de la dette publique» peut difficilement être rendue opérationnelle, ce qui complique singulièrement la mise en œuvre d'une proposition qui va indiscutablement dans le bon sens sur le plan conceptuel. L'évolution du ratio d'endettement est en effet tributaire de trois variables qui ne sont qu'indirectement sous le contrôle des autorités budgétaires. Il s'agit du taux d'intérêt implicite de la dette, de la croissance nominale du PIB et des «stock-flow adjustments», ces derniers représentant les écarts entre l'évolution effective de la dette publique et l'évolution résultant du seul solde budgétaire. Le taux implicite de la dette dépend des taux d'intérêt du marché et de la structure d'échéance de la dette publique. Les taux du marché ne sont évidemment pas sous l'emprise des autorités budgétaires. De surcroît, la structure d'échéance relève plutôt d'une stratégie à moyen terme. La croissance nominale du PIB n'est quant à elle qu'indirectement contrôlable par les autorités budgétaires au sein d'une économie de marché. Enfin, les «stock-flow adjustments» renvoient essentiellement à des facteurs transitoires – par exemple des opérations de privatisation – qui ne sont guère susceptibles d'influer sur le rythme de diminution de la dette publique sur un horizon de moyen terme. Le seul facteur d'évolution de la dette publique qui soit à même d'influencer durablement la dynamique d'évolution de la dette publique, tout en étant sous le contrôle des autorités budgétaires, est le solde budgétaire primaire. Il est donc logique que la surveillance budgétaire se focalise davantage sur un tel concept de flux que sur un concept de stock comme le ratio d'endettement.

Par ailleurs, si la prise en compte d'aspects de soutenabilité et des «conditions en matière de croissance potentielle» va dans le sens de la logique économique, elle complique l'analyse et, partant, la surveillance des politiques budgétaires. La soutenabilité à terme est en effet difficile à appréhender de façon homogène dans les 25 Etats membres de l'Union du fait, notamment, de la sensibilité des résultats aux statistiques et hypothèses utilisées, notamment dans les domaines macro-économique et démographique. Le taux de croissance potentiel est quant à lui une variable non observable, dont l'estimation est très sensible à la méthode utilisée. Ces difficultés seraient encore exacerbées par le fait que les informations permettant d'apprécier la soutenabilité et d'inférer le taux de croissance potentiel sont pour l'essentiel disponibles au niveau national, ce qui limiterait la capacité de surveillance d'une institution indépendante telle que la Commission européenne.

Proposition ii) Tenir davantage compte des circonstances nationales dans la définition de l'objectif à moyen terme relatif à une «position proche de l'équilibre ou excédentaire» (PPEE)

Cette proposition se réfère à l'aspect «préventif» du PSC, et non à la procédure concernant les déficits excessifs. Les pays dits «vertueux», dont le degré d'endettement est faible, se verraient assigner des objectifs PPEE moins ambitieux. A l'inverse, les autres Etats membres seraient tenus à davantage de discipline.

La proposition ii) suggère que dans sa configuration actuelle, le cadre de surveillance multilatérale serait indifférent au degré d'endettement des différents Etats membres. Il serait donc justifié d'intégrer explicitement cette dimension au calibrage des objectifs de soldes PPEE. Or cette «neutralité» du cadre actuel vis-à-vis du degré d'endettement est loin de constituer une évidence. Les objectifs de soldes PPEE doivent être respectés sur un horizon de moyen terme. Dans les faits, la conformité à ces objectifs est vérifiée sur la base du solde des administrations publiques corrigé de l'incidence de la conjoncture – il s'agit des «cyclically adjusted balances» ou CABs. Or les CABs sont calculés à partir du solde budgétaire global, qui intègre les charges et les revenus d'intérêt. Il en résulte que les objectifs de soldes PPEE tels qu'ils sont actuellement définis sont déjà moins exigeants, en termes de soldes primaires, pour les pays à endettement faible. Ainsi, à ratios de recettes identiques, ces derniers pays peuvent dépenser davantage, hors charges d'intérêt, que les pays moins «vertueux», ce qui constitue déjà un avantage substantiel.

La Commission propose en outre de prendre en compte des facteurs tels que la croissance potentielle ou les engagements implicites liés au vieillissement démographique lors de l'évaluation des écarts entre les CABs effectifs d'une part et les objectifs PPEE (ou du moins la trajectoire à suivre pour atteindre ces objectifs) d'autre part. Comme indiqué ci-dessus (sous i)), la prise en compte de la soutenabilité à terme se heurterait cependant à diverses difficultés de mise en œuvre, et il en serait de même des taux de croissance potentiels. En outre, il est essentiel de ne pas inciter les pays à endettement faible à se départir de leur traditionnelle rigueur budgétaire. Pour ces deux raisons, il serait préférable de limiter le recalibrage des objectifs PPEE, en se cantonnant à la prise en compte de l'incidence budgétaire de la volatilité de l'activité économique et des taux d'intérêt, l'objectif étant bien entendu d'assurer le respect en toutes circonstances de la valeur de référence d'un déficit égal à 3 %

du PIB. Les résultats de ces calculs seraient idéalement publiés en tant qu'objectifs « officiels » de soldes PPEE. La prise en compte de la volatilité des taux d'intérêt dans la fixation des objectifs PPEE reviendrait à renforcer implicitement les exigences à l'égard des pays à endettement élevé, ce qui serait conforme à l'esprit de la proposition ii). En ce sens, une prise en compte des « circonstances nationales » pourrait être envisagée au sein du volet « préventif » du PSC, de concert avec une amélioration de la fiabilité des statistiques et des méthodes d'estimation des soldes budgétaires apurés des mouvements conjoncturels. Le calcul de ces derniers, dont le résultat peut varier significativement en fonction de la croissance potentielle estimée (voir à ce propos un encadré publié dans le bulletin 2003/2 de la BCL), constitue en effet l'indispensable préliminaire à la surveillance du respect des objectifs PPEE. Une mise en œuvre à plusieurs vitesses du volet « correctif » du Pacte, en fonction d'informations économiques plus exhaustives, paraît nettement moins recommandable (voir les commentaires sous iii)).

Proposition iii) Tenir compte des circonstances et développements économiques dans l'application de la procédure de déficit excessif. Ceci pourrait être envisagé principalement pour deux aspects de la procédure

Cette proposition s'articule en deux « sous-propositions » plus spécifiques :

- *Tenir compte des périodes prolongées de faible croissance à travers la « clause relative aux circonstances exceptionnelles »*

Un déficit qui excède la valeur de référence de 3 % du PIB peut n'être pas considéré comme excessif, pour autant que l'Etat concerné puisse invoquer des « circonstances exceptionnelles ». Ces dernières sont actuellement définies de façon restrictive puisqu'en dehors de situations de force majeure, elles ne peuvent être invoquées qu'en cas de croissance annuelle du PIB inférieure ou égale à -2 %, ou éventuellement à -0,75 % lorsque certaines conditions additionnelles sont réunies. La proposition de la Commission consiste à élargir la notion de « circonstances exceptionnelles », en assimilant à ces dernières des « périodes prolongées de faible croissance ». Une telle révision donnerait lieu à une perte de substance des objectifs à moyen terme de PPEE, qui visent précisément à permettre à un Etat de respecter la valeur de référence de 3 % en toutes circonstances, même en cas de ralentissement économique. La mise en œuvre de la proposition pourrait en effet inciter les Etats en infraction avec la valeur de référence de 3 % à invoquer les « circonstances exceptionnelles » dès qu'un ralentissement économique survient, même lorsque ce dernier est en phase avec la configuration « historique » normale des cycles économiques ou quand il reflète une insuffisance de réformes structurelles.

- *Prendre en considération les spécificités nationales dans l'application de la correction des déficits excessifs (trajectoire d'ajustement).*

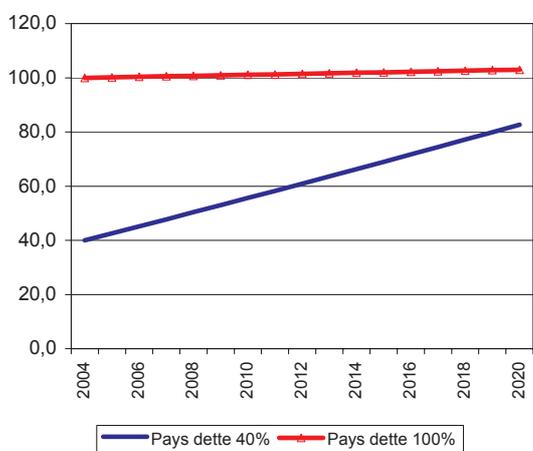
Cette proposition vise une fois de plus à « récompenser » les pays vertueux du point de vue de la dette, de la soutenabilité à terme ou de la croissance potentielle, mais cette fois en les faisant bénéficier d'un relâchement de la procédure concernant les déficits excessifs (procédure DE). Cette proposition paraît cependant peu opérationnelle. Elle présuppose en effet que la soutenabilité à terme puisse être appréhendée de façon homogène et non biaisée dans les 25 Etats membres, ce qui paraît déjà très ambitieux (voir ci-dessus). En outre, ces difficultés opérationnelles affecteraient un aspect essentiel du PSC, à savoir son versant correctif, ce qui exposerait d'autant plus la crédibilité du cadre de surveillance budgétaire. Enfin, la mise en œuvre de procédures DE à deux vitesses compliquerait singulièrement un cadre déjà passablement complexe. Dans ces conditions, la mise en œuvre de la proposition pourrait vider de son sens le volet « correctif » du PSC et porterait préjudice à l'égalité de traitement des Etats membres.

La proposition se heurterait en outre à une difficulté conceptuelle importante. La procédure DE n'est évidemment appliquée que dans le cas où le déficit des administrations publiques excède 3 % du PIB. Or un pays à endettement faible qui dépasse cette valeur de référence est dans une situation assez inconfortable en termes de dynamique d'endettement. En raison d'un solde primaire initial moins favorable qu'un pays similaire présentant un taux d'endettement élevé, il pourrait rapidement se voir confronté à une dynamique d'endettement assez pernicieuse. Le graphique ci-joint, qui repose certes sur l'hypothèse d'un maintien du déficit à un niveau élevé sur un horizon de moyen terme, illustre ce point de vue dans le cas de deux pays fictifs. Ainsi, le ratio dette/PIB du pays « à endettement faible » progresserait fortement sous l'effet d'un solde primaire négatif et d'un effet

d'auto-alimentation de la dette publique, des charges d'intérêt accrues alimentant des besoins de financement croissants, qui induiraient à leur tour une progression de la dette publique («effet boule de neige»). A l'inverse du pays à endettement élevé, dont le solde primaire initial est plus favorable, le pays à endettement initial faible contribuerait dès lors à accroître le ratio dette/PIB global de la zone euro, ce qui donnerait lieu à une détérioration des conditions d'exercice de la politique monétaire. Dans ces circonstances, il paraît peu justifié d'amender la procédure DE en fonction des «circonstances nationales».

Graphique 48

Evolution de la dette publique dans deux pays fictifs ne se distinguant que par le niveau initial de dette (déficit initial de 4 % du PIB dans les deux pays) (En pourcentages du PIB)



Source: Calculs BCL

Note: Le graphique est basé sur l'hypothèse d'un taux de croissance nominal du PIB de 4 % par an et d'un taux d'intérêt implicite de la dette égal à 4,5 % tout au long de l'horizon de calcul. Les soldes primaires sont censés demeurer stables en pourcentages du PIB sur l'ensemble de l'horizon. Le pays à dette peu élevée et l'autre pays ont une dette de départ égale à 40 et 100 % du PIB, respectivement.

Proposition iv) Mener des actions plus rapides afin de corriger les évolutions budgétaires indésirables.

La proposition iv) est essentielle. Ainsi, les difficultés actuellement rencontrées par plusieurs Etats membres découlent essentiellement d'une politique budgétaire trop accommodante en période de haute conjoncture. La Commission souligne avec raison l'importance d'«alertes rapides» suffisamment précoces, qui «permettraient de signaler suffisamment tôt qu'il convient d'agir afin de corriger des évolutions indésirables, y compris lorsque la conjoncture est favorable». A ce stade, la Commission ne fait cependant pas d'autres propositions concrètes. Il pourrait cependant s'avérer intéressant d'étudier plus avant la notion de «rainy day funds», ces derniers permettant d'abriter davantage le solde budgétaire des inflexions économiques et d'assurer la mise en œuvre d'une politique plus rigoureuse lorsque les conditions économiques sont favorables. Pour rappel, les «rainy day funds» sont des fonds débudgétisés, qui bénéficieraient de transferts des administrations publiques en phase de haute conjoncture et qui reverseraient des fonds à ces mêmes administrations en période de basse conjoncture. Une telle innovation permettrait de sauvegarder l'architecture du PSC. Elle supposerait cependant une modification du système de comptes SEC 95.

La Commission ne mentionne pas non plus de façon explicite l'exigence d'excédents structurels en période de haute conjoncture. La stratégie de l'Eurogroupe, en vertu de laquelle les soldes sous-jacents doivent s'améliorer d'au moins 0,5 % du PIB par an pour les pays en déséquilibre budgétaire, n'est d'ailleurs pas mentionnée, de sorte qu'on peut légitimement s'interroger sur le sort réservé à cette stratégie.