

Luxembourg, le 3 juin 2005

## PRESENTATION DU RAPPORT ANNUEL 2004 DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

### DOCUMENT DE SYNTHÈSE

#### 1. LA SITUATION ECONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

L'année 2004 a été caractérisée par une croissance plus modérée qu'anticipée dans la zone euro, la progression du PIB en volume ayant été de 1,8 % après 0,5% l'année précédente. Le profil de croissance de l'année a été marqué par un relatif dynamisme au premier semestre, suivi d'un tassement aux troisième et quatrième trimestres.

En dépit du « trou d'air » qu'a emprunté l'activité économique de la zone euro au cours du second semestre de 2004, les dernières projections de juin de l'Eurosystème s'inscrivent dans un schéma de redémarrage de la croissance, tout en étant en retrait par rapport à l'exercice de projections précédent. En effet, les intervalles relatifs à la progression annuelle du PIB sur l'horizon couvert par les projections ont été rabaissés, s'établissant désormais dans des fourchettes de 1,1% et 1,7% pour 2005 et de 1,5% et 2,5% pour 2006. L'estimation rapide de la progression trimestrielle du PIB de la zone euro au premier trimestre de 2005 s'établit à 0,5% faisant suite à des progressions de 0,2% au troisième et quatrième trimestres de 2004. L'affaiblissement en fin 2004 et la progression en début 2005 paraissent en partie attribuable à des facteurs statistiques et compensatoires. Par conséquent, la progression trimestrielle devrait légèrement ralentir au deuxième trimestre pour ensuite rejoindre un rythme de croissance de l'ordre de 0,5% sur l'horizon de projection. Parmi les composantes de la demande domestique, la croissance annuelle de consommation privée devrait progresser graduellement en 2005 et 2006 sur la base d'une croissance du revenu disponible réel attribuable à une hausse plus soutenue de l'emploi et à une inflation moindre. La progression annuelle de la consommation publique devrait, quant à elle, demeurer modérée. La croissance annuelle de la formation brute de capital fixe devrait se situer entre 0,5%

et 2,7% pour ensuite s'accélérer en 2006 sous l'influence de conditions de financement favorables, d'un niveau élevé des profits des entreprises et d'une progression plus contenue des investissements résidentiels.

La croissance des exportations et des importations devrait perdre de la vitesse courant 2005 pour ensuite progresser davantage. Les parts de marché à l'exportation de la zone euro devraient se rétrécir sur la base de l'appréciation antérieure de l'euro et d'une concurrence renforcée sur les marchés mondiaux. La progression des importations suivrait largement un sentier parallèle, de sorte que les exportations nettes dégageraient une contribution positive quoique faible à la croissance du PIB.

En 2005, l'IPCH devrait se stabiliser dans une fourchette entre 1.8% et 2.2% pour décélérer davantage en 2006 lorsqu'elle devrait se situer entre 0.9% et 2.1%. Le scénario sous-jacent à ces prévisions est basé sur un prix du pétrole qui, en moyenne se situerait autour des 50\$/bl. Le taux de change est par ailleurs supposé constant à 1.29\$/€. Pour ce qui est de l'IPCH excluant l'énergie, elles devraient certes décélérer en 2006, mais le scénario est également favorisé par un impact purement statistique. En effet, il est estimé que la réforme du financement du régime des soins de santé aux Pays-Bas génère, toutes choses égales par ailleurs, un impact négatif de 0.2pp sur l'IPCH de la zone euro en 2006.

## **2. La situation économique au Luxembourg**

Les plus récentes projections de la BCL sont présentées dans un premier temps, pour enchaîner avec l'analyse des prix à la consommation et du marché du travail. Ensuite, il est proposé d'examiner brièvement différents secteurs économiques ainsi que les finances publiques. Finalement, les conclusions de trois encadrés compris dans le rapport annuel 2004 de la BCL sont esquissées.

### **2.1. Projections macroéconomiques de la BCL (printemps 2005)**

Les composantes domestiques de l'optique dépenses du PIB, aussi bien la consommation privée que l'investissement privé non-résidentiel ont connu une évolution relativement mitigée au cours des années récentes. Dans une économie tournée vers l'extérieur, les composantes domestiques ne constituent certes pas l'unique déterminant de la croissance du PIB. Mais elles semblent témoigner d'un

comportement relativement prudent des consommateurs et des investisseurs au Luxembourg. Des fondamentaux tels que le revenu salarial réel net d'impôts des ménages et la situation financière des entreprises, sont relativement bien orientés. Ils ne sont donc guère susceptibles de contrarier une hausse de ces deux composantes de la demande intérieure plus soutenue en 2005 qu'au cours des années 2001-2004. Par contre, l'investissement privé non-résidentiel, source d'augmentation des capacités de production de l'économie, sera vraisemblablement moins dynamique en 2005 qu'au cours de l'année précédente. Alors qu'en 2004 l'investissement avait de nouveau progressé après deux années consécutives de baisse, les enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie laissent entrevoir qu'en 2005, les entreprises vont comprimer leurs investissements par rapport à l'année 2004. Les dépenses publiques, tant en matière de consommation que d'investissement, demeureront fortement orientées à la hausse selon les estimations de la BCL, qui reposent notamment sur le projet de budget 2005. Ceci étant, la dynamique conjoncturelle au Luxembourg reste largement tributaire des développements du commerce international. Les exportations devraient profiter d'une demande internationale bien orientée sur l'horizon de projection et demeureront de la sorte la composante la plus dynamique du PIB.

S'appuyant sur l'analyse de la situation actuelle et dans le contexte d'un scénario international, mais surtout européen, tel qu'évoqué ci-dessus, il est justifié de revoir à la baisse les projections de la croissance économique pour l'année 2005, qui s'établissent ainsi dans une fourchette allant de 3,2% à 3,8%. Les projections laissent entrevoir une dynamique intraannuelle relativement atone, l'acquis de croissance fin 2004 s'élevant déjà à 2,2%. Selon les indicateurs actuels, la demande internationale pourrait en outre connaître une nouvelle accélération en 2006, ce qui laisserait présager une croissance économique de l'ordre de 3,9% en 2006. En somme, l'économie luxembourgeoise a connu une sortie relativement précoce du ralentissement conjoncturel observé lors de la période s'étalant de 2001 au premier semestre 2003. L'expansion demeure encore hésitante et la poursuite de la croissance sur une trajectoire plus élevée semble encore hypothéquée par une conjoncture européenne peu dynamique.

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, l'avenir se présente en demi-teinte. En cette matière, il convient en particulier de citer les éléments suivants. Les

négociations salariales semblent basées sur un comportement relativement prudent des partenaires sociaux, ce dont témoigne en particulier le récent accord salarial dans le secteur bancaire. Cette modération s'explique notamment par le ralentissement économique récent et par la forte détérioration de la marge de profit des entreprises durant les années 2001 et 2002. Le salaire minimum a par ailleurs été relevé de 2,1% à partir du 1er janvier 2005. Nos projections sont en outre basées sur l'hypothèse que les salaires dans le secteur public ne seront pas ajustés en 2005 et 2006. De plus, la récente hausse des contributions sociales génère une incidence d'environ 0,14pp sur le coût salarial moyen en 2005 et l'hypothèse de politique fiscale inchangée implique l'absence d'impact supplémentaire en 2006. L'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix, le renchérissement du pétrole, la montée du chômage et la volonté de maîtrise des coûts salariaux dans les pays voisins, plaident de concert pour une hausse plus modérée des salaires réels. Il en résulterait une stabilisation de la marge de profit en 2005 qui devrait légèrement s'améliorer en 2006 sur fond de l'accélération de la croissance économique.

Pour ce qui est de l'inflation, l'accélération des prix en 2005, plus importante qu'on ne l'avait encore estimé en automne 2004, résulte essentiellement de la hausse du prix du pétrole et des rigidités d'ajustement des prix relatifs face à un tel choc externe. Globalement l'IPCN devrait osciller autour d'un taux légèrement supérieur à 2% en 2005. La révision à la hausse des projections d'inflation induit une adaptation plus précoce de la prochaine tranche indiciaire, qui est désormais prévue pour la fin de l'année 2005. Le scénario à la baisse pour 2006 repose entre autres sur l'absence de nouvelles mesures fiscales, sur une inflation importée modérée et un prix du pétrole qui s'afficherait en baisse.

La forte hausse de l'emploi observée au courant de l'année 2004 rend improbable qu'une accélération supplémentaire survienne en 2005. Une conjoncture légèrement moins dynamique ne favorise d'ailleurs guère un tel scénario. Les effets temporaires, imputables entre autres à la progression de l'emploi dans le secteur public sur fond des travaux liés à la présidence de l'Union européenne, s'estomperont également au fil du temps. Par contre, si l'on considère que le ralentissement conjoncturel observé au début de l'année 2005 sera temporaire, il n'y a pas non plus lieu d'envisager un scénario plus pessimiste. La création d'emplois dans le secteur public a surtout bénéficié aux résidents luxembourgeois, ce qui du coup a également freiné la

montée du chômage. Cependant, malgré l'amélioration conjoncturelle et l'embellie sur le front de l'emploi, aucun ralentissement des mesures pour l'emploi n'est perceptible. Par conséquent, le taux chômage au sens strict devrait au mieux se stabiliser au niveau élevé actuellement observé. Une étude sur la loi d'Okun confirme d'ailleurs qu'il faudrait une croissance du PIB réel d'au moins 6,5% pour stabiliser le taux de chômage au Luxembourg et ce taux à tendance à monter en cas de blocage des réformes requises.

**Tableau 1**      *Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à automne 2004 (en % de variation annuel, resp. en points de pourcentages)*

	Printemps 2005				Révisions		
	2003	2004	2005	2006	2004	2005	2006
PIB réel	2,9	4,5	3,2 - 3,8	3,5 - 4,3	0,4	-0,4	-
IPCH	2,6	3,2	3,5	2,2	-	0,5	0,5
IPCH énergie	1,2	11,8	9,5	0,6	-	5,4	3,2
IPCH excluant l'énergie	2,7	2,5	2,7	2,4	-	-0,2	0,3
IPCN	2,0	2,2	2,2	1,6	-0,1	0,1	-0,3
Echelle mobile des salaires	2,1	2,1	2,3	2,1	-	0,4	-0,2
Rémunération par tête	2,1	2,5	3,1	3,3	-0,5	0,3	-0,3
Emploi salarié	1,9	2,7	2,5	2,4	0,2	0,1	-
Taux de chômage	3,7	4,2	4,5	4,5	-	0,2	0,3

Source : BCL

## 2.2. Les prix à la consommation

Mesurée par l'IPCH, l'inflation du Luxembourg s'est établie à 3,2% en moyenne en 2004, soit une augmentation substantielle par rapport au taux de 2,5% enregistré en 2003.

En parallèle, la hausse de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a atteint 2,2% en moyenne en 2004, soit 0,2 point de pourcentage de plus que l'année précédente. Cette accélération de l'inflation mesurée par l'IPCN s'explique dans une large mesure par la flambée des prix des produits pétroliers. La nouvelle appréciation de l'euro a cependant quelque peu modéré l'impact du renchérissement du pétrole sur l'inflation des prix à la consommation.

Par contre, le recul des tensions inflationnistes sous-jacentes entamé en 2002 s'est

poursuivi en 2004. En effet, l'inflation sous-jacente<sup>1</sup> a affiché un rythme de croissance annuel moyen de 1,8% en 2004, contre 2,1% en 2003.

En 2004, la hausse des prix des services, s'est ralentie par rapport au rythme atteint en 2003, confirmant ainsi la tendance baissière observée depuis 2002. Cependant, le rythme annuel de progression de ces prix demeure toujours assez élevé avec 2,7% en moyenne en 2004, contre 2,9% en 2003. En outre, la contribution de la progression des prix des services au taux d'inflation global est restée pratiquement stable à quelque 1,0 point de pourcentage, ce qui représente près de la moitié du taux de progression de l'IPCN observé en 2004. A noter que l'indexation automatique des salaires d'octobre 2004 a exercé une pression à la hausse sur les prix des services. L'impact de l'indexation automatique sur la progression des salaires est resté inchangé à 2,1 points de pourcentage en 2004.

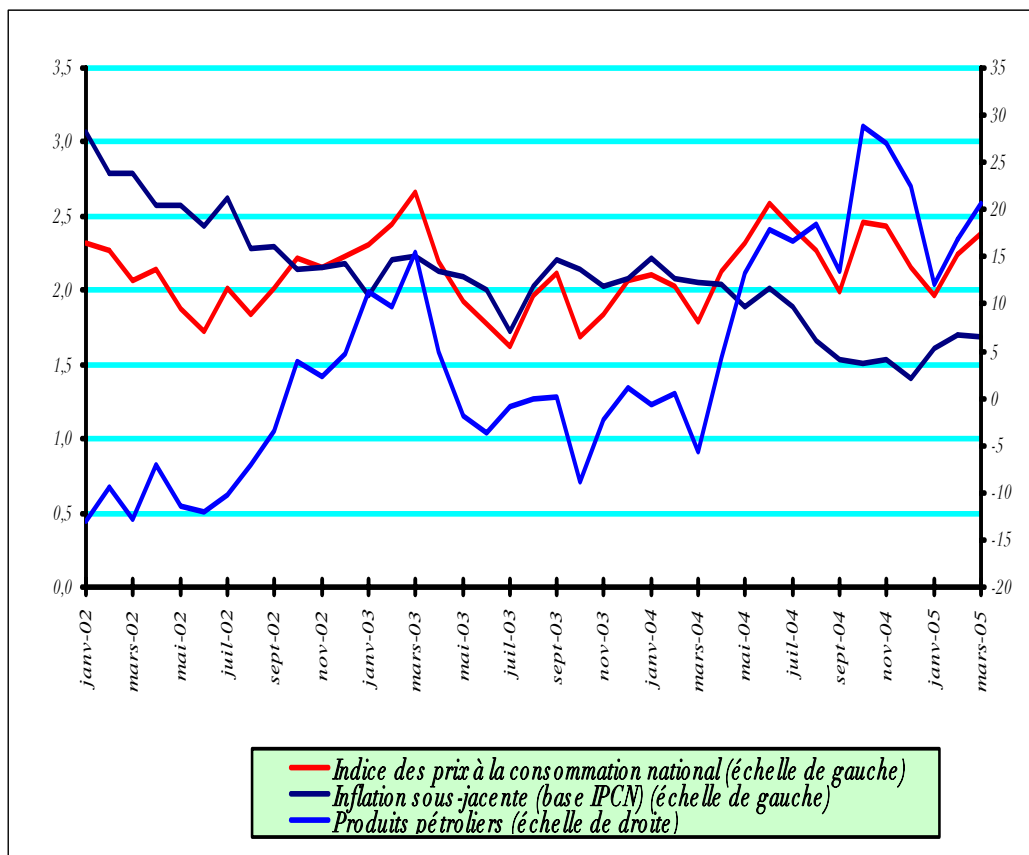
L'impact direct des mesures de politique budgétaire sur l'IPCN, essentiellement via les canaux des prix administrés (0,3 point de pourcentage), de la fiscalité indirecte (0,1 p.p.) et du tabac (0,1 p.p.) a été de 0,5 p.p. en 2004, soit 0,1 p.p. de plus qu'en 2003. A rappeler que les résultats d'une analyse détaillée publiée antérieurement par la BCL<sup>2</sup> indiquent que la contribution des mesures budgétaires à l'inflation globale a été plus déterminante au cours de la période de 2000 à 2004 que pendant la période de 1996 à 1999.

---

<sup>1</sup> 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 gasoil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

<sup>2</sup> Voir Bulletin 2004/3 de la BCL, pp. 76-81.

**Graphique 1** *Inflation et produits pétroliers (taux de variation annuels)*



Source : STATEC

En ce qui concerne les tendances du début de l'année 2005, on note que le rythme de progression annuel de l'IPCN est passé de 2,0% en janvier à 2,4% en mars. Les produits pétroliers ont toujours constitué un important facteur inflationniste au cours des derniers mois, comme en témoignent des taux de variation annuels élevés pour cette composante de l'IPCN global (20,7% en mars 2005). Le rythme de progression annuel de l'inflation sous-jacente s'est légèrement accéléré début 2005, passant de 1,4% en décembre 2004 à 1,7% en mars 2005.

En 2004, les différentiels d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes ont, en moyenne, été plus défavorables que l'année précédente en ce qui concerne l'IPCH global. En effet, la moyenne annuelle du différentiel de l'IPCH global est passée de 0,5% à 1,1% pour la zone euro et de 1,0%

à 1,2% pour les pays limitrophes. Cette détérioration résulte essentiellement de l'évolution des prix de l'énergie et du tabac. A noter que le Luxembourg a occupé en mars 2005, avec 3,5% en termes annuels, le dernier rang dans la zone euro en matière d'évolution de l'IPCH global.

Par contre, les différentiels de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie se sont, en moyenne annuelle, améliorés en 2004 par rapport à la zone euro (de 0,8% à 0,4%) et par rapport aux pays limitrophes (de 1,2% à 0,6%). Les différentiels de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés, tout comme ceux relatifs à l'IPCH global, demeurent défavorables au Luxembourg malgré cette amélioration.

Quant aux perspectives en matière des prix à la consommation, l'IPCH énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCN énergie une évolution nettement défavorable sur l'horizon de projection, en particulier dans le court terme. En 2005, les taux d'inflation seraient de nouveau influencés par la hausse de la fiscalité indirecte sur les carburants, mais dans une moindre mesure qu'en 2004. L'effet positif résultant de la décade des prix du pétrole ne serait observé que vers le deuxième trimestre 2006, donc avec un décalage de deux trimestres par rapport aux projections précédentes. Comparé à l'exercice précédent, les projections ont été fortement révisées à la hausse.

La projection relative à l'IPCH excluant l'énergie en 2005 met en relief une inflation de l'ordre de 2,7%, ce qui constitue une légère révision à la baisse par rapport à l'exercice précédent. La révision provient de la mise en œuvre plus tardive qu'initialement escompté de la mesure fiscale sur le tabac ainsi que d'une évolution plus favorable des prix des services. Comparés aux pays voisins, les taux d'inflation afférents demeureraient relativement élevés.

Le taux d'inflation tel que mesuré par l'IPCN global s'est récemment accéléré à 2,5%. Cette tendance s'est d'ailleurs vraisemblablement poursuivie en mai. Par contre, selon le scénario sous-jacent au prix du pétrole, l'inflation annuelle globale devrait avoir culminé au deuxième trimestre 2005. Elle devrait connaître une décélération au deuxième semestre 2005, pour s'approcher des 2% en fin d'année 2005. L'inflation moyenne devrait globalement se stabiliser à un taux légèrement supérieur à 2% et la prochaine indexation automatique des salaires est prévue pour



le quatrième trimestre 2005. La décélération de l'inflation devrait s'accroître davantage au deuxième trimestre 2006 lorsque l'effet de base sur le prix du pétrole engendrerait des effets positifs.

**Tableau 2** *Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentages)*

	2003	2004	2005	2005-1er sem	2005-2e sem	2006-1er sem
IPCN	2,1	2,1	2,2 (+0,1)	2,3 (-)	2,2 (+0,3)	2,1
IPCH	2,6	3,2	3,5 (+0,5)	3,6 (+0,1)	3,4 (+0,9)	2,6
IPCH énergie	1,2	11,8	9,5 (+5,4)	12,3 (+3,4)	6,8 (+7,1)	1,2
IPCH ex énergie	2,7	2,5	2,7 (-0,2)	2,6 (-0,4)	2,9 (+0,1)	2,7
Impact des mesures gouvernementales <sup>3</sup> sur l'IPCN, en pp	0,4	0,5	0,5 (-)	=	=	=
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,0	1,5	1,7 (+0,2)	=	=	=

Source : BCL

Du fait des pondérations différentes du tabac et de l'énergie, les mesures de fiscalité indirecte sur le tabac et les carburants auront un impact nettement plus important sur l'IPCH (+1,7pp) que sur l'IPCN (+0,5pp).

### 2.3. Le marché du travail

Après avoir culminé en 2000 et au cours du premier semestre 2001, la croissance annuelle de l'emploi total intérieur a amorcé une décélération en juillet 2001 qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2002, suivant ainsi avec retard la détérioration de la conjoncture. Le rythme de progression annuel de l'emploi est graduellement passé de 4,3% en janvier 2002 à 2,3% en décembre 2002. Par la suite, la tendance à la baisse de la progression annuelle de l'emploi s'est interrompue, comme en témoigne la stabilisation du taux annuel autour de 2,0% en 2003. Depuis lors, la croissance de l'emploi s'est redressée tout au long de 2004 pour atteindre 2,5% en moyenne.

<sup>3</sup> Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. Pour plus de détails, voir Bulletin de la BCL 2004/3, pp.76-81.

**Tableau 3** Croissance annuelle (en %) de l'emploi\* et taux de chômage  
« strict » et « large »

	Emploi salarie intérieur*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage "strict"	Taux de chômage "large"
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	1,9	3,8	0,5	2,3	3,7%	5,2%
2004	2,6	1,9	2,5	4,7	1,5	1,8	4,2%	5,8%
2004 T1	2,0	0,4	1,9	3,9	0,7	1,4	4,3%	5,8%
2004 T2	2,6	1,8	2,6	4,7	1,3	1,8	4,0%	5,6%
2004 T3	2,8	2,6	2,8	4,9	1,6	2,0	4,1%	5,6%
2004T4	2,9	3,0	2,9	5,2	1,6	2,0	4,4%	6,1%
2005T1	2,8	2,4	2,8	5,2	1,4	1,7	4,7%	6,3%
janv-05	3,0	2,7	2,9	5,3	1,5	1,8	4,7%	6,4%
févr-05	3,1	2,3	3,1	5,4	1,6	2,1	4,7%	6,4%
mars-05	2,5	2,1	2,4	4,9	1,0	1,3	4,6%	6,2%

Source : IGSS, STATEC et calculs BCL.

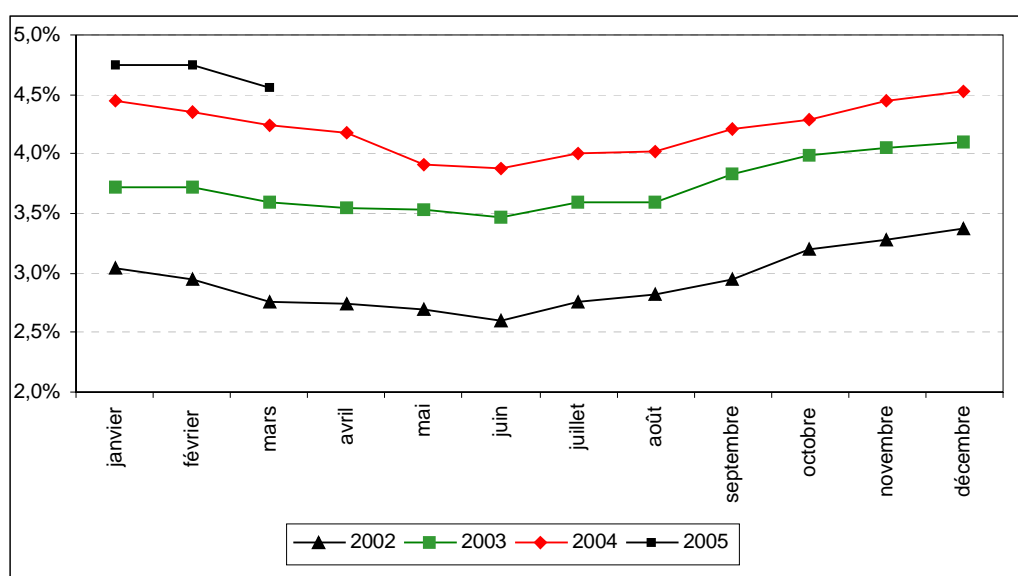
\* Les données concernant l'emploi de janvier à mars 2005 sont des estimations

Les non-résidents actifs au Luxembourg, dont le nombre total s'élève à 111 855 personnes en 2004 (après 106 856 personnes en 2003) continuent d'occuper la grande majorité des nouveaux emplois créés. Cependant, leur poids dans les nouveaux emplois n'a cessé de diminuer graduellement tout au long de l'année 2004, de sorte qu'ils représentent 67,7% des nouveaux emplois (après 71,3% l'année précédente). Les frontaliers en provenance de France restent de loin le contingent le plus important (51,9% de l'ensemble des travailleurs frontaliers), devant ceux de Belgique (27,2%) et d'Allemagne (20,9%).

La reprise de la conjoncture observée depuis 2002 a progressivement stimulé l'évolution des principaux agrégats de l'emploi en 2004. De fait, les trajectoires respectives de ces indicateurs de l'emploi se sont progressivement réajustées à la hausse dans la foulée de la reprise de la conjoncture. Cependant, ce redémarrage est, somme toute, relativement modeste à l'aune des évolutions historiques, car ces agrégats de l'emploi n'ont pas renoué avec les taux de croissance particulièrement robustes observés avant 2001. D'ailleurs, l'évolution à la hausse du taux de chômage en 2004 témoigne du fait que cette progression de l'emploi ne permet pas de stabiliser le taux de chômage au Luxembourg.

En dépit de la reprise de la conjoncture qui se consolide depuis 2002, le taux de chômage au sens « strict » est passé de 3,7% en 2003 (ou 7 587 personnes) à 4,2% en 2004 (soit 8 716 personnes). Au regard de cette évolution, le nombre de chômeurs a certes continué d'augmenter en 2004, mais à un rythme de moitié inférieur à celui de l'année précédente (15,0% de hausse annuelle après 30,6% en 2003).

**Graphique 2** *Taux de chômage au sens « strict » (en pourcentage de la population active)*



Source : IGSS, STATEC

## 2.4. Industrie

**Tableau 4** *Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuel)*

	2003	2004	T1-04	T2-04	T3-04	T4-04
Production – industrie totale	5,0	7,8	7,3	10,2	7,9	5,9
Production – industrie hors sidérurgie	6,5	8,5	7,6	10,7	8,9	7,0
Nombre de salariés	-0,9	-0,6	-0,6	-0,4	-0,7	-0,7
Salaires et traitements	1,8	1,9	2,9	3,2	1,4	0,1
Heures travaillées	-0,2	0,3	1,4	0,5	0,4	-1,2
Chiffre d'affaires	3,2	20,5	15,1	22,7	23,3	21,2
Commandes nouvelles	-0,1	14,2	4,3	17,0	21,1	16,2

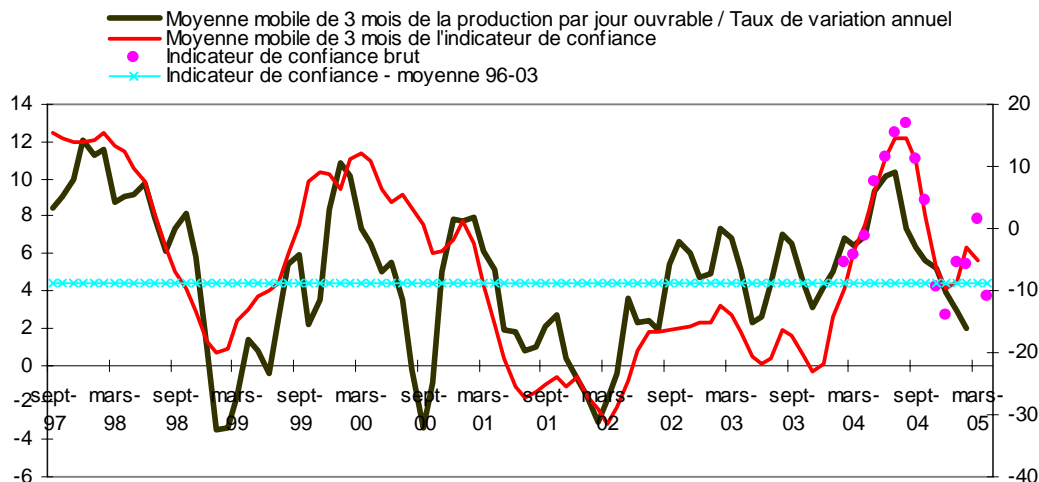
Source: STATEC

En 2004, l'économie mondiale a connu son expansion la plus importante depuis 20

ans et la zone euro a emprunté le chemin de la reprise économique. L'activité dans la zone euro n'a certes progressé qu'à un rythme relativement faible et la production a connu une décélération au deuxième semestre 2004 par rapport au semestre précédent. En moyenne cependant, l'année 2004 s'est caractérisée par une accélération de l'activité par rapport à 2003. Avec une progression de 1,9%, la production industrielle dans la zone euro tranche nettement avec l'atonie observée durant les trois années précédentes.

Le cycle conjoncturel de l'industrie luxembourgeoise coïncide en général avec celui de la zone euro, tout en connaissant une amplitude bien plus élevée. Avec une progression de la production industrielle de l'ordre de 7,8% en 2004, le secteur manufacturier luxembourgeois a non seulement pu profiter davantage de l'embellie conjoncturelle que ses équivalents européens, mais en outre le millésime 2004 figure parmi les meilleurs des dix dernières années. A bien des égards, l'année 2004 constitue une amélioration par rapport à l'année 2003, assimilée à une année de transition. La progression de l'activité économique, qui a pu être observée dans pratiquement toutes les branches, s'est accompagnée d'une hausse prononcée des prix à la production industrielle. En moyenne, le chiffre d'affaires a progressé de l'ordre de 20% dans le secteur. Le nombre de salariés s'affiche légèrement en baisse et le coût salarial augmente moins vite que les prix à la consommation.

**Graphique 3** *Indicateur de confiance et production industrielle<sup>4</sup>*



Source : STATEC, calculs BCL

Ces développements issus des enquêtes statistiques ont été globalement en phase avec les résultats des enquêtes de conjoncture. L'indicateur de confiance, tel que calculé sur base des enquêtes de conjoncture, avait atteint son sommet en août 2004, avant de s'afficher en baisse pour le reste de l'année. Ce mouvement baissier a été interrompu au début de l'année 2005, l'indicateur tendant alors à revenir à son niveau moyen, calculé, sur les années 1996-2003. La production industrielle devrait ainsi avoir connu une progression qui est proche de sa croissance moyenne – une situation ni particulièrement dynamique, ni exceptionnellement faible.

Le mouvement latéral de l'indicateur de confiance observé au début de l'année 2005, à mi-chemin entre les phases haussière et baissière du cycle, est probablement emblématique de la situation actuelle et reflète la réaction des chefs d'entreprises aux aléas conjoncturels. Leurs doutes quant à l'évolution future ont été alimentés par la faiblesse de la demande enregistrée au deuxième semestre 2004 au sein de la zone euro. Début 2005, les risques d'un repli se sont encore accrus, comme l'attestent l'affaissement de la confiance des chefs d'entreprises dans les pays voisins, en réponse sans doute à un prix du pétrole qui oscille autour des 50\$/bl,

<sup>4</sup> Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance

voire davantage. Face à ces incertitudes les chefs d'entreprises ont opté pour un comportement plus attentiste.

## **2.5. Construction**

Du fait des caractéristiques intrinsèques du secteur, le cycle de la construction n'est pas nécessairement en phase avec celui de l'industrie ou du reste de l'économie. Les données issues des enquêtes statistiques font état d'une légère baisse de l'activité économique en 2004, qui fait suite à une année 2003 déjà caractérisée par la stagnation. Ainsi, le chiffre d'affaires et la production par jour ouvrable ont baissé de respectivement 0,2% et 1%. De surcroît, le profil intra-annuel, semble s'être graduellement dégradé dans le courant de l'année. Une analyse plus approfondie révèle des évolutions disparates selon les branches. Alors que le bâtiment a encore connu une progression en 2004, le génie civil, avec une chute de 13,6% de la production, est entièrement responsable de la contre-performance du secteur en 2004. Les travaux publics se font plus rares à la suite notamment des importants chantiers qui ont été achevés et qui ne sont pas remplacés par des projets d'un ordre de grandeur similaire. Dans le futur proche, c'est-à-dire en 2005 et en 2006, la conjoncture dans le bâtiment bénéficiera vraisemblablement d'une demande soutenue pour les logements. En effet, suite aux mesures prises dans le but d'accroître l'offre de logements afin de contenir la hausse des prix immobiliers, les autorisations de bâtir relatives aux logements se sont à nouveau accélérées en 2004. Par contre, les perspectives dans le génie civil sont bien plus mitigées.

**Tableau 5**      *Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)*

	2003	2004	T1-04	T2-04	T3-04	T4-04	T1-05
Chiffre d'affaires - Total	6,7	-0,2	11,7	-2,7	-0,6	-5,8	Na
Production par jour ouvrable -Total	0,8	-1,0	1,7	1,4	-1,0	-6	Na
Production par jour ouvrable -Bâtiment	0,6	3,0	5,5	4,0	3,5	-0,5	Na
Production par jour ouvrable -Génie civil	2,6	-13,6	-3,2	-12,5	-15,1	-22	Na
Permis de bâtir <sup>5</sup>	11,5	18,2	9,8	-5,6	124,8	-17,6	Na
Crédits au logement <sup>6</sup>	24,6	5,7	6,7	6,3	10,7	0,6	Na
Taux hypothécaires	3,8	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4

Source :      *STATEC, BCL*

## 2.6. Commerce et autres secteurs

L'évolution positive de l'activité économique observée dans le commerce en 2003 s'est poursuivie en 2004. Ce constat est d'application dans toutes les branches, hormis l'Horesca. Ainsi la progression du chiffre d'affaires nominal au courant de l'année a atteint 12,3% pour le commerce de gros et 3,1% pour le commerce de détail, alors que la branche de l'hôtellerie et des restaurants a connu un léger recul. Cette dernière évolution est à replacer dans le contexte de la mauvaise conjoncture à laquelle le secteur faisait face en 2003. L'évolution du chiffre d'affaires contraste néanmoins avec la statistique d'hébergement, qui indique que le nombre de nuitées passées dans les hôtels, auberges et pensions aurait atteint un niveau record en 2004. Les développements récents semblent témoigner davantage d'un retour graduel à une situation normale que d'un dynamisme accru de l'activité économique dans cette branche. Les immatriculations de voitures ont connu une nouvelle année record, avec à la clé une hausse de 10% des ventes par rapport à l'année 2003. Cette tendance positive s'est poursuivie au début de l'année 2005.

<sup>5</sup> *Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles)*

<sup>6</sup> *Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs)*

**Tableau 6** *Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures (en taux de variation annuel)*

	2003	2004	2004-T1	2004-T2	2004-T3	2004-T4	2005-T1
Immatriculations de voitures	0,2	10,0	6,5	14,4	5,4	13,8	4,8
Commerce de gros	11,1	12,3	11,7	12,8	13,5	11,2	Na
Commerce de détail	5,5	3,1	2,8	3,1	3,5	3,1	Na
Hôtels et restaurants	-4,6	-0,9	2,1	-1,5	-2,4	-1,3	Na

Source : STATEC

## 2.7. Le secteur financier

### 2.7.1. L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Au cours de l'année 2004, les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé un résultat brut avant provisions et impôts de 3 909 millions d'euros, soit une baisse de 6,8% ou 284 millions d'euros par rapport à l'exercice 2003. Cette diminution trouve son origine dans un recul du résultat brut, notamment de la marge sur intérêts qui a diminué de 4% par rapport à l'année 2003 suite au désengagement de certaines banques luxembourgeoises à l'étranger et à la persistance à un niveau historiquement bas des taux d'intérêt. Du côté dépenses, on observe une progression des frais de personnel et d'exploitation (+3,3%) qui s'explique essentiellement par la progression des frais de personnel, qui est la résultante de la combinaison de la hausse salariale et d'une reprise de la création nette d'emplois.

Au cours du premier trimestre de l'année en cours, la tendance à la hausse des cours boursiers européens ainsi que les perspectives macro-économiques modérément optimistes ont constitué un cadre propice au développement des résultats bancaires. Ainsi, sous l'empreinte de ces développements, le résultat brut, qui traduit l'évolution de l'ensemble des sources principales de revenus des banques de la place, progresse de 3,5% pour s'établir à 1 985 millions d'euros au 31 mars 2005. En reflet à la poursuite d'un contrôle strict des coûts opérationnels, les banques de la place ont pu dégager un résultat brut avant provisions et impôts de 1 085 millions d'euros au 31 mars 2005, ce qui représente une hausse de 5,3% par rapport au 31 mars 2004.



**Tableau 7** *Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois<sup>1)</sup>*

	2004 / 03	2005 / 03	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1 Intérêts et dividendes perçus	8 150	8 241	1,1	91
2 Intérêts bonifiés	7 189	7 308	1,6	119
3 Marge sur intérêts (1-2)	961	934	-2,8	-27
Revenus nets:				
4 sur réalisation de titres	129	116	-9,9	-13
5 sur commissions	735	771	4,9	36
6 sur opérations de change	78	78	-0,5	0
7 sur divers	14	86	515,8	72
8 Revenus nets (4+5+6+7)	956	1 051	9,9	95
9 Résultat brut (3+8)	1 917	1 985	3,5	68
10 Frais de personnel	459	480	4,6	21
11 Frais d'exploitation	342	341	-0,3	-1
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	801	821	2,5	20
13 Impôts divers, taxes et redevances	11	9	-20,2	-2
14 Amortissements sur immobilisé non financier	74	70	-5,4	-4
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1 031	1 085	5,3	54

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

Source : CSSF

La marge sur intérêts s'élève à 934 millions d'euros au 31 mars 2005 contre 961 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit un repli de 2,8%. Cette diminution s'explique par la faiblesse continue de la rémunération sur les marchés monétaires et obligataires et cela en dépit d'un accroissement de la somme des bilans. De plus, la persistance à un niveau historiquement bas des taux d'intérêt et l'absence de modification des taux directeurs par l'Eurosystème ont eu pour conséquence que les établissements de crédit n'ont pas pu procéder à des transformations d'échéances fructueuses permettant d'améliorer leur marge sur intérêts. Ainsi, bien que les intérêts perçus et bonifiés aient augmenté au cours de la période sous revue, la marge sur intérêts est en baisse. En effet, au 31 mars 2005 les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 8 241 millions d'euros (en hausse de 1,1% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés se chiffraient à 7 308 millions d'euros (en progression de 1,6% par rapport au 31 mars 2004).

Le résultat hors intérêts, quant à lui, a été marqué par la hausse du solde net sur commissions et des revenus nets sur divers, alors que les revenus sur réalisations de titres sont en baisse.

Le solde net sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activité 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 de conditions plus robustes sur les marchés financiers. La reprise de confiance des investisseurs et partant le recours accru aux investissements par la clientèle sont également confirmés par l'apport en capital de 42 547 millions d'euros durant les deux premiers mois de l'année en cours. L'apport en capital et l'évolution favorable des marchés boursiers sont à l'origine de l'augmentation de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC (+17,21% en variation annuelle), sur base de laquelle sont calculées les commissions que les OPC doivent verser aux banques. Ces facteurs expliquent la hausse du solde net sur commissions qui se chiffre à 36 millions d'euros (+4,9%) sur 12 mois, soit 735 millions d'euros au 31 mars 2004 contre 771 millions d'euros un an plus tard.

Au niveau des frais, on constate un renversement de la tendance à la maîtrise des coûts de personnel, observée au cours des trimestres précédents. Ainsi, les frais de personnel et autres frais d'exploitation affichent une hausse modérée de 2,5% (+20 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 821 millions d'euros au 31 mars 2005 contre 801 millions d'euros un an plus tôt. L'ensemble de cette hausse est imputable aux frais de personnel puisque les autres frais administratifs montrent un léger recul de 0,3% sur base annuelle.

L'augmentation des frais de personnel, quant à elle, s'explique par deux facteurs; d'une part, la dernière indexation des salaires, survenue en octobre 2004, continue de peser sur la masse salariale et d'autre part, la hausse des effectifs (création nette de 319 emplois entre les 31 mars 2004 et 2005).

La hausse du résultat avant provisions de 5,3% ou 54 millions d'euros s'explique donc par le cumul d'une hausse continue de frais de personnel et des autres frais d'exploitation, d'une diminution des frais d'exploitation et des impôts divers ainsi qu'une hausse du résultat brut.

### **2.7.2. L'emploi dans le secteur bancaire**

L'effondrement des marchés financiers au début de l'année 2001 et le ralentissement économique subséquent ont nettement marqué les établissements de crédit luxembourgeois. Ces derniers, fortement orientés vers le *private banking*, ont dû faire face à un recul de leurs résultats, provoqué notamment par le manque d'intérêt des investissements de la clientèle sur les marchés financiers. A l'instar des banques

étrangères, les établissements de crédit luxembourgeois ont développé des programmes importants de réduction des frais afin de faire face à cette situation.

La maîtrise des frais de fonctionnement s'est concrétisée par une réduction des autres frais administratifs (frais de *conseil*, frais de voyages, voitures de service etc.) ainsi que par la réduction des frais de personnel. Par conséquent, les années 2002 et 2003 étaient marquées par un net recul de l'emploi bancaire de respectivement 2,5% (594 emplois) et 3,4% (787 emplois).

La reprise des marchés boursiers et les perspectives économiques plus clémentes depuis le début de l'année 2004 ont conduit à une reprise des interventions de la clientèle sur les marchés financiers. Ces anticipations plus optimistes quant au développement des activités ont ainsi permis une nouvelle phase de création nette d'emplois dans le secteur bancaire. Débutant sur un rythme modéré durant l'année 2004, celle-ci a pris de la vigueur au cours du premier trimestre de l'année 2005. Ainsi, rythmé par une croissance moyenne de 52 emplois par trimestre durant l'année 2004, l'effectif dans les établissements de crédit luxembourgeois s'est accru de 162 emplois au cours des trois premiers mois de l'année en cours. Par rapport au 31 mars 2004, l'effectif des banques luxembourgeoises est en progression de 1,4%, soit une création nette de 319 emplois, pour s'élever à 22 711 emplois au 31 mars 2005.

Outre les perspectives commerciales plus favorables, il est à souligner que les phénomènes d'externalisation ont moins pesé sur l'emploi bancaire que par le passé.

La reprise de la création nette d'emplois dans le secteur bancaire doit cependant être nuancée par deux facteurs. D'une part, un retournement de tendance n'est pas à exclure si l'environnement macroéconomique, qui demeure fragile, venait à se dégrader. D'autre part, la création nette de 319 emplois entre mars 2004 et mars 2005, ne peut éluder le fait que le secteur bancaire a perdu 1 183 emplois entre décembre 2001 et mars 2005, soit une baisse de 4,9%.

## **2.8. Les finances publiques**

Les comptes de l'Etat pour l'exercice budgétaire 2004, qui ont été présentés par le Ministre du Trésor et du Budget le 10 mai 2005, se sont en définitive soldés par un excédent de 71 millions d'euros – du moins avant affectation des surplus à divers fonds spéciaux – à la faveur de recettes plus dynamiques qu'escompté lors de l'établissement du budget 2004. Les recettes estimées au budget étaient il est vrai

nettement sous-estimées, comme l'a d'ailleurs souligné la BCL dans son bulletin 2004/4.

Si l'Etat a en définitive enregistré un excédent au cours de l'exercice 2004, il n'en est pas de même de l'administration centrale appréhendée dans son acception large, qui résulte de la consolidation de l'Etat central au sens strict, des fonds spéciaux et de certains établissements publics. Selon les données publiées par le STATEC dans la note de conjoncture de mai 2005, l'administration centrale au sens large serait en effet déficitaire à raison de 2,4% du PIB.

Les administrations publiques ont sans discontinuer dégagé des excédents budgétaires de 1993 à 2003, ces derniers ayant même culminé à plus de 6% du PIB en 2000 et 2001. La survenance d'un déficit significatif en 2004 (1,1% du PIB) constitue une inflexion majeure à cet égard. La détérioration des finances publiques observée en 2004 s'explique par un taux de croissance des recettes (+5,2%) nettement en retrait de la sensible progression des dépenses (+9%). Comme l'indique le tableau ci-joint, tous les sous-secteurs des administrations publiques ont alimenté, à des degrés divers, cette détérioration. Ainsi, l'Etat central aurait selon la comptabilité nationale accusé un besoin de financement égal à quelque 2,4% du PIB, l'essentiel de ce montant étant imputable à la divergence croissante entre les ressources et les dépenses des fonds spéciaux. Si les pouvoirs locaux ont enregistré un déficit en 2004, du fait du fléchissement du produit de l'impôt commercial communal, cette dégradation a en définitive été assez circonscrite, en raison d'une décélération marquée de la croissance des investissements communaux. Enfin, les traditionnels excédents de la sécurité sociale auraient décru pour la troisième année consécutive, du fait notamment d'un accroissement très soutenu des dépenses de l'assurance maladie-maternité et à cause de cotisations sociales moins dynamiques que le PIB.

**Tableau 8 Soldes budgétaires des administrations publiques (en % du PIB)**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Soldes effectifs (Capacité (+) ou besoin (-) de financement)</b>									
	<b>Données STATEC mars 2005</b>						<b>Projections BCL</b>		
<b>Ensemble des administrations publiques</b>	<b>3,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>
dont Etat central	1,7	3,1	3,1	-0,2	-1,4	-2,4	-3,0	-3,2	-3,3
dont communes	0,2	0,5	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
dont sécurité sociale	1,5	2,6	2,9	2,4	1,9	1,4	1,7	1,7	1,6
<b>Programme de stabilité</b>					<b>0,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>
<b>Soldes des administrations publiques apurés des évolutions cycliques</b>									
Estimation du printemps 2005 de la BCL (1)	3,4	5,2	5,2	1,7	0,6	-0,8	-1,0	-1,4	-1,7
Estimation Programme de stabilité	--	--	--	--	0,8	-1,4	-0,9	-0,5	-0,6

Source : STATEC, sixième actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg 2003-2007, calculs BCL.

Notes :

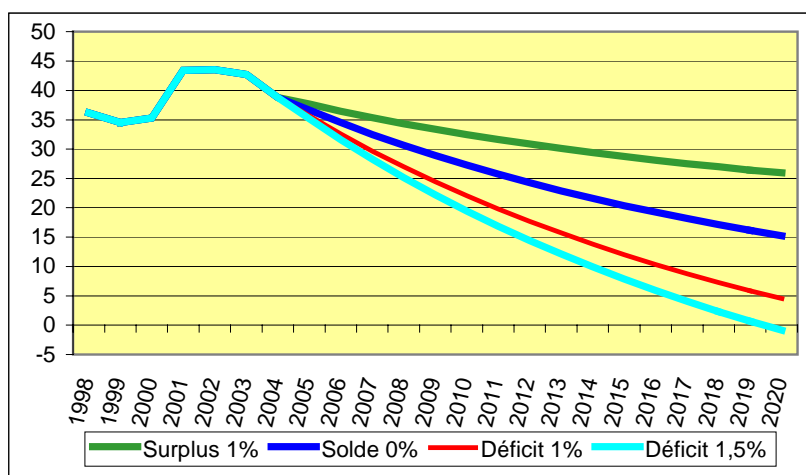
(1) Les soldes apurés sont calculés au moyen d'une méthode désagrégée fondée sur le filtre d'Hodrick- Prescott.

Les projections de printemps de la BCL laissent augurer une nouvelle détérioration budgétaire au cours de la période 2005 à 2007. En 2005, le caractère globalement expansionniste du budget 2005 et des investissements élevés donneraient lieu à une nouvelle augmentation du besoin de financement de l'Etat central, dont le montant atteindrait 3,0% du PIB. L'accroissement de l'excédent de la sécurité sociale, dans le sillage de la mise en œuvre des mesures restreignant la croissance des dépenses de santé et à la faveur de la hausse des cotisations de santé en nature, contrebalancerait partiellement l'impact du déficit accru de l'Etat central. En définitive, le besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques passerait de 1,1% du PIB en 2004 à 1,4% en 2005. En dépit d'une situation conjoncturelle assez porteuse, il accuserait une nouvelle dégradation tant en 2006 qu'en 2007. Le besoin de financement se monterait à 1,8% du PIB en 2007, demeurant de la sorte inférieur à la valeur de référence de 3% du PIB.

L'examen de l'évolution du patrimoine financier net des administrations publiques

luxembourgeoises met également en relief la nécessité de définir des objectifs budgétaires à moyen terme relativement exigeants. Comme l'indique le graphique repris ci-joint, seul l'objectif à moyen terme d'un solde équilibré, voire même excédentaire, donnerait lieu à un niveau toujours appréciable d'actifs financiers nets vers 2020. Dans tous les autres cas de figure, ces derniers tendraient à disparaître, ce qui altérerait la capacité de l'économie luxembourgeoise à amortir des chocs externes.

**Graphique 4** *Evolution des avoirs financiers nets des administrations publiques en fonction de divers objectifs budgétaires à moyen terme (Etat central, communes et sécurité sociale)(en pourcentages du PIB)*



Source : STATEC, Commission des Finances et du Budget de la Chambre des Députés, rapports d'activité du Ministère des Finances, 6<sup>ème</sup> actualisation du programme de stabilité, Trésorerie de l'Etat, IGSS, UCM, calculs BCL.

Note : Les avoirs financiers nets (AFN) sont égaux aux actifs totaux des administrations publiques, y compris le portefeuille de participations évalué à sa valeur d'acquisition. Ces avoirs sont ensuite diminués de la dette brute non-consolidée. De 1998 à 2004, les avoirs des communes ont été estimés sur la base de l'évolution de leurs revenus d'intérêts. Les participations de l'Etat sont quant à elles estimées à leur valeur d'acquisition. A partir de 2005, les AFN sont calculés sur la base des soldes budgétaires à moyen terme. L'incidence sur les AFN des variations des cours de change ou du prix des actifs financiers est supposée nulle tout au long de l'horizon d'observation. Par hypothèse, le PIB nominal s'accroît de 6% par an de 2008 à 2020 et l'écart de production est nul sur la même période.

Des objectifs de soldes budgétaires à moyen terme suffisamment ambitieux s'imposent d'autant plus que la soutenabilité à terme de la sécurité sociale n'est nullement assurée, du fait notamment de la prévisible montée en puissance des

prestations de pension en faveur des travailleurs frontaliers et de la forte hausse tendancielle des dépenses de santé. Par ailleurs, il importe de ménager des marges de manœuvre budgétaires permettant à l'Etat de faire face à divers besoins en matière de logement, de transport, d'éducation supérieure et de recherche ou encore dans le domaine de l'aide au développement. Enfin, les recettes d'impôts indirects sont actuellement élevées du fait de la conjonction de plusieurs facteurs favorables. Cet état de fait pourrait ne pas perdurer à terme, par exemple en cas de modification du traitement fiscal des transactions de commerce électronique.

## **2.9. La balance des paiements**

### **2.9.1. Compte courant**

Au cours de l'année 2004, la balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 2,26 milliards d'euros, soit une hausse de 15% par rapport au surplus de 2003. Cette amélioration résulte essentiellement de la forte croissance des transactions sur services qui ont dégagé un excédent record de 8,8 milliards d'euros en 2004, en hausse de 18% par rapport à l'année précédente. L'amélioration de l'excédent des services s'explique en grande partie par l'embellie des services financiers dont le surplus a augmenté d'environ 23% pour se chiffrer à 6,5 milliards d'euros sur toute l'année 2004. Hors services financiers, soulignons les bonnes performances dans les services informatiques et d'information (dont l'excédent a doublé suite à l'implantation de nouvelles sociétés), ainsi que dans le domaine du fret aérien et dans les assurances.

La balance des marchandises s'est soldée par un déficit de 2,5 milliards d'euros sur toute l'année 2004, en hausse de 8,9% par rapport à l'année précédente.

Quant à la balance des revenus, elle a dégagé un déficit en hausse de 13% à 3 milliards d'euros sur toute l'année 2004.

Enfin, l'aggravation du déficit des transferts courants (1 milliard d'euros en 2004 contre 477 millions en 2003) s'explique essentiellement par les transferts nets de la BCL à la BCE dans le cadre ses engagements intra-Eurosystème découlant des opérations de politique monétaire et par les versements nets de l'Etat luxembourgeois à la Belgique conformément aux accords conclus sur la répartition

des accises communes.

## 2.9.2. Compte financier

Sur toute l'année 2004, les opérations financières du Luxembourg avec le reste du monde se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 2,5 milliards d'euros, en hausse de 905 millions par rapport à l'année 2003. Les investissements de portefeuille ont enregistré d'importantes entrées nettes (40 milliards) compensées largement par des sorties nettes de 43 milliards d'euros au titre d'investissements directs, de produits dérivés et d'autres investissements.

**Tableau 9** *Balance des paiements du Luxembourg <sup>1)</sup>*

Unité: Million EUR	2003			2004		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>81 531</b>	<b>79 567</b>	<b>1 964</b>	<b>90 435</b>	<b>88 175</b>	<b>2 259</b>
Marchandises	10 020	12 359	-2 339	11 026	13 573	-2 547
Services	21 978	14 534	7 442	26 763	17 950	8 813
Revenus	46 085	48 748	-2 663	49 217	52 228	-3 011
Transferts courants	3 449	3 926	-477	3 428	4 425	-996
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>49</b>	<b>207</b>	<b>-158</b>	<b>26</b>	<b>266</b>	<b>-241</b>
	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde
<b>COMPTE FINANCIER <sup>2)</sup></b>			<b>-1 636</b>			<b>-2 541</b>
<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS <sup>3)</sup></b>	<b>-89 535</b>	<b>81 810</b>	<b>-7 725</b>	<b>-47 525</b>	<b>45 907</b>	<b>-1 618</b>
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-78 289	75 287	-3 003	-36 094	37 657	1 563
Autres opérations, Prêts intragroupes	-11 245	6 523	-4 723	-11 431	8 250	-3 181
<b>INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE</b>	<b>-69 724</b>	<b>87 015</b>	<b>17 292</b>	<b>-69 713</b>	<b>110 155</b>	<b>40 442</b>
Titres de participation	-30 379	61 995	31 616	-36 454	96 449	59 995
Titres de créance	-39 344	25 020	-14 324	-33 259	13 706	-19 554
<b>PRODUITS FINANCIERS DERIVES</b>			<b>5 946</b>			<b>-2 515</b>
<b>AUTRES INVESTISSEMENTS</b>	<b>-25 759</b>	<b>8 703</b>	<b>-17 056</b>	<b>-94 057</b>	<b>55 213</b>	<b>-38 844</b>
<b>AVOIRS DE RESERVE</b>			<b>-92</b>			<b>-5</b>
<b>Erreurs et omissions</b>			<b>-170</b>			<b>522</b>

Source: BCL/STATEC

1) Chiffres provisoires; des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie; pour les avoirs des réserve, un signe positif correspond à une diminution, alors qu'un signe négatif correspond à une augmentation des avoirs.

3) Investissement directs: les avoirs se réfèrent aux investissements directs du Luxembourg à l'étranger et les engagements aux investissements directs de l'étranger au Luxembourg.



## **2.10. Encadrés**

Les conclusions de 3 encadrés compris dans le rapport annuel 2004 sont fournis ci-dessous.

### **2.10.1. La croissance potentielle au Luxembourg**

Cette contribution fournit une mise à jour des estimations de l'écart de production publiées dans le rapport annuel 2003 de la BCL. Plusieurs méthodes alternatives sont mises en œuvre pour estimer l'écart de production, permettant ainsi d'évaluer des éventuelles divergences entre les résultats, ce qui fournit une première indication du degré d'incertitude qui les entourent.

L'estimation de l'écart de production et de la croissance potentielle reste sujet à un degré élevé d'incertitude, comme illustré par la taille des révisions. Cependant, ces estimations peuvent contribuer à situer l'économie nationale dans le cycle économique, en conjonction avec une analyse des autres indicateurs économiques. Les résultats présentés ici confirment que le niveau de la production observée est actuellement inférieur à la production potentielle et suggère que la croissance en 2005 sera probablement inférieure à son taux potentiel.

### **2.10.2. Quel est le taux de croissance nécessaire à la stabilisation du taux de chômage au Luxembourg?**

Le taux de chômage a augmenté de 2,6% en 2001 à 4,2% en 2004, en dépit de la reprise de la conjoncture observée depuis 2002. Cette évolution paradoxale semble mettre en cause l'existence d'une relation inverse entre la croissance économique et les évolutions du chômage (« loi d'Okun »). Les calculs de la BCL indiquent que le taux de croissance du PIB nécessaire à la stabilisation du taux de chômage au sens strict se situe dans un intervalle de 5,7% à 7,3% au Luxembourg. Notons que le taux de croissance moyen au Luxembourg a été inférieur à cet intervalle sur la période allant de 1985 à 2004. Ceci suggère que la loi d'Okun n'apporte qu'une explication partielle de l'évolution du chômage au Luxembourg. La structure atypique du marché de l'emploi luxembourgeois pourrait être à l'origine de cette faible « réactivité » du taux de chômage à la conjoncture. En effet, la présence de travailleurs frontaliers au Luxembourg, qui participent à la production et donc à l'évolution du PIB, mais qui, lorsqu'ils perdent leur emploi, ne sont pas comptabilisés dans les statistiques du

chômage, serait susceptible de fragiliser la relation entre l'évolution du taux de chômage et celle du PIB.

### **2.10.3. La réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance**

Sous la présidence luxembourgeoise, le Conseil ECOFIN est parvenu, le 20 mars 2005, à un accord sur la réforme du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). Comme l'a indiqué le communiqué du Conseil des gouverneurs de la BCE diffusé le 21 mars, certains aspects de la réforme du PSC paraissent assez préoccupants. Ainsi, la nouvelle procédure concernant les déficits excessifs (EDP) devient extrêmement complexe, et elle multiplie les possibilités d'échappatoires pour les Etats membres présentant un déficit excessif. La mise en œuvre de la nouvelle définition des objectifs de soldes budgétaires à moyen terme (OMT) pourrait s'avérer ardue, en particulier lorsque des indicateurs de soutenabilité à terme devront être pris en compte. En outre, les nouveaux OMT ne garantiraient pas suffisamment le respect de la valeur de référence dans des économies à croissance élevée et à endettement faible. Enfin, il est difficile de cerner l'impact à moyen terme des réformes structurelles comme le requiert le récent accord. Au-delà du constat de ces carences, l'impact du nouvel accord sur la situation budgétaire dépendra intimement des modalités présidant à sa mise en œuvre. Ce constat est particulièrement pertinent en ce qui concerne la prise en compte des réformes structurelles. Cette dernière s'apparente a priori à l'ouverture de la boîte de Pandore, tant l'identification des retombées favorables de réformes de ce type est ardue. La façon dont les OMT seront appréhendés au niveau national sera également décisive. Il est essentiel que ces derniers soient assimilés à un premier point d'ancrage de la politique budgétaire, qui ne dispense nullement les autorités nationales de l'adoption d'objectifs plus ambitieux. Dans l'état actuel des choses, l'OMT découlant de l'accord de mars 2005 serait un déficit apuré de la conjoncture égal à un pourcent du PIB dans les pays à endettement faible et à forte croissance. Cependant, un tel objectif donnerait lieu à une dégradation continue de la situation patrimoniale des administrations publiques luxembourgeoises. Il serait de surcroît peu compatible avec le respect de la valeur de référence de 3%, du fait notamment d'une volatilité cyclique plus prononcée au Luxembourg que dans d'autres Etats membres. La prise en compte de ces deux spécificités nationales devrait inciter les autorités luxembourgeoises à proposer dans leurs actualisations successives du programme de stabilité des objectifs plus

ambitieux que l'OMT.