

Situation économique et financière

Situation économique et financière

Situation économique et financière





# 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

## 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

### 1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

La situation économique internationale demeure orientée positivement. Alors que les économies émergentes confirment globalement le revirement suite à la sortie des crises successives, l'évolution récente des économies américaine et européenne corroborent un scénario de croissance robuste. Aux Etats-Unis, la croissance au deuxième trimestre a affiché 5,3% sur base annuelle, contre 3,4% en Europe pour le premier trimestre. Les craintes quant à un scénario de «hard landing» outre-Atlantique se sont progressivement évaporées, l'évolution économique américaine étant adossée à une forte productivité, cette dernière ayant atteint 5,7% au deuxième trimestre sur base annuelle selon les dernières estimations, une inflation sous-jacente sous contrôle et à certains signes indiquant un ralentissement en douceur. Ainsi, les chiffres publiés pour le mois d'août attestent d'une légère augmentation du taux de chômage (4,1% contre 4% pour le mois de juillet), d'une stabilisation du salaire horaire et d'un ralentissement de l'activité manufacturière; l'indice de référence NAPM est descendu en dessous de la barre des 50 points pour la première fois depuis 20 mois. Cet environnement a amené la Réserve fédérale (FED) à laisser son taux directeur inchangé au cours de la réunion du FOMC au mois d'août.

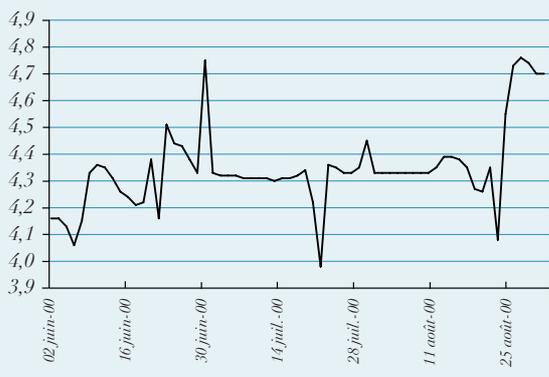
Au Japon, l'événement majeur a été l'arrêt de la politique à taux zéro de la Banque du Japon, cette dernière ayant décidé de majorer ses taux de 25 points de base à 0,25%. Si l'activité est soutenue par l'investissement privé, la reprise de la demande interne reste entourée d'un halo d'incertitude, appuyé par le phénomène des faillites.

Au sein de la zone euro, les anticipations quant à une croissance soutenue se sont confirmées. Alors que le Fonds monétaire international (FMI) a révisé ses prévisions de croissance de la zone euro à 3,4% pour l'année en cours, le Conseil des gouverneurs

de la Banque centrale européenne (BCE) s'est déclaré en accord avec des prévisions qui escomptent une croissance autour de 3,5% pour l'année 2000. Dans ce contexte, couplé à un niveau élevé des produits pétroliers et à l'évolution du taux de change de l'euro, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, le 31 août 2000, de majorer son taux des opérations principales de refinancement de 25 points de base à 4,50%. Concomitamment, le taux portant sur la facilité de crédit marginal est passé de 5,25% à 5,5% et celui portant sur la facilité de dépôt de 3,25% à 3,5%. Cette cinquième hausse des taux depuis le début de l'année, portant sur un cumul de hausse de 1,5%, s'inscrit dans le cadre de la stratégie de la politique monétaire axée sur le moyen terme au sein de la zone euro. S'il est vrai que ni le prix des produits pétroliers, ni le taux de change de l'euro ne peuvent être palliés à court terme par une hausse des taux, la perspective à moyen terme dans un environnement de croissance retrouvée justifie un resserrement monétaire. Ce constat étaye la vision trop souvent confuse selon laquelle une hausse des taux n'a pas pour objet premier de soutenir le taux de change de la monnaie unique. En conjonction aux facteurs cités ci-dessus, il convient de noter la déviation persistante de l'agrégat monétaire par rapport à son taux de croissance de référence fixé à 4 1/2%, ainsi que l'allocation continue des crédits au secteur privé affichant un taux de croissance annuel de quelque 10%. Ce dernier point témoigne d'ailleurs du fait que les acteurs privés évaluaient les conditions de liquidité comme étant encore généreuses.

L'action du Conseil des gouverneurs de la BCE s'est reflétée dans l'évolution du marché monétaire. En se concentrant sur le taux interbancaire de la zone euro, l'EONIA (Euro Overnight Index Average), l'évolution entre le niveau enregistré le 9 juin, à la suite de la majoration des 0,25% et le 31 août, date de la récente hausse des taux, a été de 37 points de base. Le 28 août, cet écart a même porté sur un maximum de 43 points de base.

**GRAPHIQUE 1**  
EVOLUTION DU TAUX EONIA DE DÉBUT JUIN À FIN AOÛT 2000

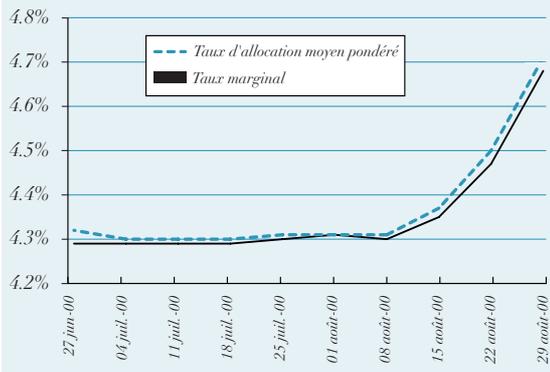


Source: Reuters

Le graphique ci-dessous retrace l'évolution du taux marginal, illustrant clairement une prospective de resserrement monétaire. Entre le 27 juin, date de la première allocation à échéance hebdomadaire, et le 29 août, le taux marginal est passé de 4,29% à 4,68%, soit une progression de 0,39 point de pourcentage. L'accroissement est clairement apparu à partir de mi-août. Le même phénomène apparaît logiquement au regard de l'évolution du taux d'allocation moyen pondéré.

Cette anticipation d'une politique monétaire plus agressive s'est également reflétée dans l'évolution du taux marginal des opérations principales de refinancement. Rappelons à cet effet que le Conseil des gouverneurs de la BCE avait, au cours de sa réunion du 8 juin 2000, décidé de basculer d'un système à taux fixe à un système à taux variable afin de pallier le problème de sursoumission à partir du début de la période de maintenance commençant le 24 juin.

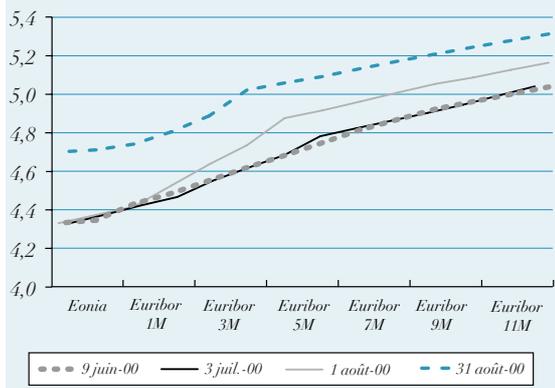
**GRAPHIQUE 2**  
EVOLUTION DU TAUX MARGINAL ET DU TAUX MOYEN PONDÉRÉ DES OPÉRATIONS PRINCIPALES DE REFINANCEMENT DU 27 JUIN AU 29 AOÛT 2000



Source: Reuters et BCE

Prenant en compte l'ensemble de la courbe des taux monétaires, on constate un déplacement portant sur une moyenne de quelque 33 points de base.

**GRAPHIQUE 3**  
COURBE DU MARCHÉ MONÉTAIRE AU SEIN DE LA ZONE EURO



Source: Reuters

Alors qu'avant la hausse des taux du 31 août, maints opérateurs avaient tablé sur une hausse de 0,5%, la constriction monétaire n'a porté que sur un quart de point. Toutefois, 25 points de base supplémentaires sont attendus par le marché d'ici la fin de l'année.

### 1.1.2 Les taux d'intérêt à long terme

Du 1er juin au 31 août, le rendement du Bund à 10 ans a évolué dans une fourchette de 20 points de base. La baisse amorcée mi-juillet est à mettre en relation avec les enchères concernant les licences de téléphonie mobile de troisième génération, les licences UMTS, qui ont permis au gouvernement d'affecter les recettes à la réduction de la dette publique. Ce phénomène, ayant pour but de favoriser une politique de consolidation fiscale, a pour contrepartie de réduire l'offre des titres gouvernementaux et de pousser simultanément les rendements à la baisse. La remontée du rendement à partir de mi-août est à mettre en relation avec les anticipations croissantes des opérateurs de marché concernant une hausse des taux au sein de la zone euro portant sur 50 points de base au lieu de 25 points de base. Cette alternative a incité une certaine appréhension quant aux effets potentiellement négatifs que cela pourrait avoir sur la conjoncture européenne. Outre cet aspect sont entrés en compte la poussée inflationniste à court terme ainsi que la dépréciation de l'euro.

A noter qu'après la hausse de 0,25% du taux des opérations principales de refinancement en date du 31 août, la courbe s'est aplatie, témoignant de la bonne réception de la mesure prise par les marchés.

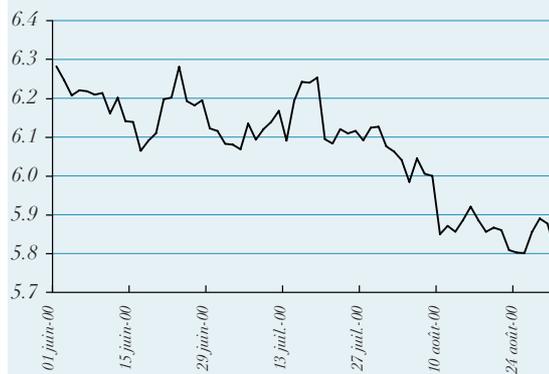
**GRAPHIQUE 4**  
EVOLUTION DU BUND 10 ANS ENTRE LE 1<sup>ER</sup> JUIN ET LE 31 AOÛT 2000 (EN %)



Source: Reuters, rendement ISMA annuel

Aux Etats-Unis, le T-Note à 10 ans a affiché un trend baissier sur la période sous revue, diminuant de 47 points de base. Cette baisse graduelle s'explique aussi bien par la mise en place d'un scénario de «soft landing» que par le programme de rachats initié par le Gouvernement américain, ce dernier paramètre ayant un effet sur le côté de l'offre. Les chiffres récents indiquant un ralentissement de l'économie américaine ont conforté un scénario d'absence d'intervention de la Réserve fédérale (FED), ce qui s'est confirmé en date du 22 août où le taux des «Fed Funds» est resté inchangé à 6,5%. Du 1er juin au 31 août, le spread entre le rendement du Bund à 10 ans et du T-Note à 10 ans s'est rétréci de 67 points de base en s'établissant à 52 points de base.

**GRAPHIQUE 5**  
EVOLUTION DU T-NOTE 10 ANS DU 1<sup>ER</sup> JUIN AU 31 AOÛT 2000 (EN %)



Source: Reuters, rendement ISMA annuel

**GRAPHIQUE 6**  
**SPREAD BUND VS T-NOTE 10 ANS**  
**ENTRE LE 1<sup>ER</sup> JUIN ET LE 31 AOÛT 2000**  
**(EN POINTS DE BASE)**



Source: Reuters, rendement ISMA annuel

**GRAPHIQUE 7**  
**EVOLUTION DE L'INDICE EUROSTOXX LARGE**  
**DU 1<sup>ER</sup> JUIN AU 31 AOÛT 2000**



Source: Reuters

### 1.1.3 Les marchés boursiers

En Europe, l'indice large Eurostoxx a progressé de 0,17% du 1er juin au 31 août, ne dégagant ainsi aucune tendance claire. De mi-juillet à début août, l'indice a perdu quelque 6%. Cette évolution est à mettre en relation avec les pertes enregistrées par les valeurs «télécom». L'aversion observée s'inscrit dans un contexte d'incertitude suite aux prix élevés payés par les entreprises de ce secteur au cours des enchères des licences UMTS. Ces doutes sont à mettre en relation avec l'inadéquation potentielle entre les débours subis et la valeur actualisée des futurs bénéfices escomptés. En sus, les besoins de financement satisfaits par le truchement d'un endettement massif de ces sociétés a mené à un ajustement de la perception du risque de crédit. Finalement, les anticipations croissantes quant à un tour de vis monétaire plus important qu'initialement escompté du Conseil des gouverneurs de la BCE ont quelque peu bridé un accroissement de l'indice paneuropéen. Toutefois, un développement positif a pu être observé à partir de début août pour finalement permettre à l'Eurostoxx large de revenir au même niveau que début juin.

Quant à l'indice Nemax 50, caractéristique des valeurs de haute technologie, son développement a été très erratique, surtout sous l'influence de l'évolution des valeurs «télécom». La différence entre les cours extrêmes de la période, de 1 105 points, et l'écart-type de 328 points illustrent les importantes variations ayant été à l'œuvre. Toutefois, en se concentrant sur début juin et fin août, l'indice a été stable avec un repli contenu de -0,6%.

**GRAPHIQUE 8**  
**EVOLUTION DE L'INDICE NEMAX 50**  
**DU 1<sup>ER</sup> JUIN AU 31 AOÛT 2000**



Source: Reuters

Aux Etats-Unis, les performances ont été supérieures aux performances européennes. Ainsi, dans le domaine des valeurs de haute technologie, l'indice Nasdaq Composite a progressé de 17,4% sur la période sous revue tout en se caractérisant par de fortes variations. Ainsi, du 17 juillet au 2 août l'indice «high tech» a plongé de 13,9% avant de se redresser et d'afficher un gain de 15% jusqu'au 31 août. La baisse de la volatilité observée sur les marchés américains durant les dernières semaines est couplée à la confirmation d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine. Ainsi, les anticipations d'un statu quo de la FED quant aux taux officiels se sont affermies, servant de soutien à l'évolution des marchés. A ce fait se sont ajoutées une baisse des taux longs, ainsi qu'une amélioration des anticipations de bénéfice sur les valeurs de croissance. De surcroît, la chute importante des cours enregistrée au cours de la mi-juillet a induit une impression d'élagage réduisant la vulnérabilité de l'indice.

**GRAPHIQUE 9**  
EVOLUTION DE L'INDICE NASDAQ COMPOSITE  
DU 1<sup>ER</sup> JUIN AU 31 AOÛT 2000



Source: Reuters

Quant aux indices S&P 500 et Dow Jones Industrial Average, les performances ont été de respectivement 4,8% et 5,3%. Les résultats meilleurs qu'escomptés sur les valeurs «blue chip» ont permis aux valeurs de «l'ancienne économie» d'évoluer positivement en affichant une progression de 5,7% sur le mois d'août.

#### 1.1.4 Le taux de change de l'euro

Depuis le 1<sup>er</sup> juin 2000, l'euro a continué de se déprécier par rapport au dollar. Après s'être appréciée durant les deux premières semaines de juin, la monnaie unique ayant atteint un niveau proche de 0,965 en clôture, l'euro a amorcé une pente descendante en tombant finalement en dessous de la barre des 89 cents le 31 août. Sur la période des trois mois sous revue, cette évolution se solde par une dépréciation de 4,6% par rapport à la devise américaine.

Cette évolution peut paraître contraire aux anticipations de croissance portant sur la zone euro et le rattrapage prévu par rapport à la croissance américaine. Cependant, la publication de données économiques positives aux Etats-Unis a engendré une tendance de dépréciation marquée de la monnaie unique. Ainsi, alors que le consensus portait sur une croissance annuelle du PIB réel du deuxième trimestre de 3,5%, ce dernier s'est établi à 5,2%. Cette preuve de la bonne santé de l'économie américaine s'est adossée à une forte productivité de même ampleur. En sus, vient s'ajouter une absence de dérapage des salaires. Ces chiffres bénéfiques, associés à une inflation sous contrôle ont renforcé l'attrait pour le dollar. Alors que l'économie américaine semble quelque peu ralentir, cette évolution dégage le scénario de «soft landing» rassurant les investisseurs et engendrant un soutien supplémentaire au dollar. En Europe, malgré les anticipations de croissance, la publication décevante aux yeux du marché de l'indicateur Ifo en Allemagne a suscité quelques doutes quant à l'évolution future de la conjoncture au sein de la zone euro.

Quant à l'avenir de l'euro, certains facteurs additionnels pourraient être source d'entrave d'une appréciation. Le référendum qui aura lieu au Danemark en date du 28 septembre jouera un rôle important quant à la perception de l'évolution future de l'Union économique et monétaire (UEM). En sus, il conviendra de considérer un

autre vecteur déterminant; il s'agit de la capacité de l'Union européenne (UE) à mettre en œuvre les réformes structurelles nécessaires.

Gardant en tête que l'Eurosystème ne poursuit pas d'objectif de change dans le cadre de sa politique monétaire, la hausse des taux de 0,25% en date du 31 août n'a pas eu d'effet sur l'euro, le cours baissant sensiblement pour s'établir en dessous des 89 cents.

**GRAPHIQUE 10**  
EVOLUTION DU COURS EUR/USD  
DU 1<sup>ER</sup> JUIN AU 31 AOÛT 2000

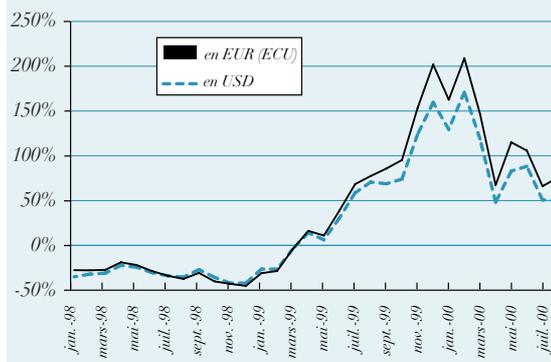


Source: Reuters

### 1.1.5 L'évolution des prix et des coûts

L'inflation annuelle dans la zone euro, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est restée stable à 2,4% en juillet 2000 par rapport au mois de juin 2000. La hausse de l'IPCH au cours de l'année 2000, telle qu'illustrée par le tableau 1, a été fortement influencée par la flambée des cours du pétrole sur les marchés internationaux et la faiblesse persistante du taux de change de l'euro. En effet, la composante énergie de l'IPCH a pesé fortement sur l'indice global de la zone euro avec des taux en hausse supérieurs à 10% en rythme annuel pendant toute l'année en cours (13,7% en juillet et 14,7% en juin 2000). L'évolution de l'IPCH de la zone euro au cours du deuxième semestre 2000 sera largement tributaire de l'évolution future des cours du pétrole.

**GRAPHIQUE 11**  
VARIATION ANNUELLE DU PRIX MONDIAL DU  
PÉTROLE EN USD ET EN EUR (ECU)<sup>1</sup>



Source: Reuters et Banque des Règlements Internationaux (BRI)

1) Jusqu'en décembre 1998, taux de change par rapport à l'écu (source BRI); à compter de janvier 1999, taux de change par rapport à l'euro

L'évolution des prix des biens industriels non énergétiques, pondérés à 33%, est restée remarquablement stable au cours de l'année 2000 avec des variations annuelles comprises entre 0,6% et 0,7%. Il faut cependant s'attendre, avec un certain décalage, à des tensions sur les prix des produits hors énergie et des services en raison des répercussions du prix du pétrole. L'évolution de la composante biens industriels de l'IPCH a progressé à un rythme accru pendant l'année en cours en raison de l'évolution défavorable de la sous-composante énergie qui a été décrite ci-dessus.

Les prix des produits alimentaires, pondérés à 21% dans l'IPCH de la zone euro, ont légèrement crû au cours des mois de juin (+1,2%) et juillet 2000 (+1,6%) par rapport aux variations annuelles observées au début de l'année 2000. Cette évolution s'explique par le renchérissement des produits frais alors que les aliments traités affichent un rythme annuel de croissance qui s'est stabilisé à environ 1% pendant la période janvier à juillet 2000.

Les prix des services, pondérés à 37,5% dans l'IPCH de la zone euro, ont connu une évolution stable au cours des sept premiers mois de l'année 2000 avec des taux de croissance légèrement infé-

rieurs à 2% en rythme annuel. On peut cependant s'attendre, à l'image des produits industriels hors énergie, à des répercussions des hausses du prix du pétrole sur les services.

Les prix à la production des produits industriels ont continué au deuxième trimestre leur ascendance entamée fin 1999. Sous l'influence d'un prix du pétrole qui est passé de 24,6 €/bl en avril à

**Tableau 1 Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro**

*(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)*

	1997	1998	1999	2000 Jan.	2000 Fév.	2000 Mars	2000 Avril	2000 Mai	2000 Juin	2000 Juil.
IPCH global	1,6	1,1	1,1	1,9	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	2,4
<i>dont:</i>										
<b>Biens</b>	1,2	0,6	0,8	2,2	2,3	2,6	2,0	2,3	2,8	2,9
Alimentation	1,4	1,6	0,5	0,4	0,6	0,4	0,6	0,8	1,2	1,6
Produits frais	1,4	1,9	0	-0,5	0,0	-0,5	0,2	0,6	1,5	2,6
Alimentations hors produits frais	1,4	1,4	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0
<b>Produits industriels</b>	1	0,1	1	3,1	3,2	3,7	2,7	3,1	3,7	3,5
Produits industriels hors énergie	0,5	0,9	0,7	0,7	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Energie	2,8	-2,6	2,2	12,0	13,5	15,3	10,5	12,2	14,7	13,7
<b>Services</b>	2,4	2	1,5	1,7	1,6	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7

Source: EUROSTAT

A noter que selon l'Eurosystème la stabilité des prix est définie comme «une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2% dans la zone euro». Conformément à cette définition, la stabilité des prix «doit être maintenue à moyen terme». La stabilité des prix au niveau de la zone euro n'est donc pas mise en cause si l'IPCH dépasse pendant quelques mois la valeur de référence de 2%. En outre, les récentes hausses des taux d'intérêt de l'Eurosystème par le Conseil des gouverneurs de la BCE, qui bien que ne pouvant remédier à court terme aux tensions dues à l'évolution des cours du pétrole et du niveau du taux de change de l'euro, visent à contenir les tensions inflationnistes à moyen terme. La plus récente majoration des taux d'intérêt de l'Eurosystème a également été motivée par la croissance de M3 qui demeure supérieure à la valeur de référence de 4,5% ainsi que par la situation conjoncturelle soutenue dans la zone euro.

31,5 €/bl en juin et 34 €/bl en août, les prix ont augmenté de 5,2% en moyenne sur les mois d'avril à juin. Les hausses des derniers mois sont les plus importantes enregistrées depuis le début des années 90 et reflètent essentiellement l'effet de la hausse des prix du pétrole. Ce sont par conséquent les biens intermédiaires qui ont augmenté le plus, de 11,2% en mai et de 12% en juin. Par contre, les biens de consommation et les biens d'équipement connaissent des progressions modérées de 1,2%, respectivement de 0,6% au deuxième trimestre.

A l'avenir l'évolution des prix à la production industrielle, et plus particulièrement les prix des biens intermédiaires, continuera à être déterminée par le prix du pétrole. L'effet sur les autres types pourrait aussi s'accroître si les entreprises commençaient à répercuter les hausses des coûts des biens intermédiaires sur les biens d'équipement et

les biens de consommation. Ces derniers exerceront alors une pression à la hausse plus directe sur l'IPCH.

Les rémunérations nominales par tête ont augmenté de 2,5% au premier trimestre de l'année en cours, contre 2% au quatrième trimestre de l'année précédente. Cette croissance du *coût salarial* relativement importante, ne résulte cependant que, grâce à une croissance de la productivité de 2%, dans une hausse modérée de 0,4% des coûts unitaires du travail.

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

Les estimations les plus récentes d'Eurostat chiffrent à 3,4% la croissance annuelle du PIB de la zone euro au premier trimestre 2000. Ceci constitue une nette révision à la hausse de 0,2 point de pour-cent par rapport à l'estimation précédente. La reprise conjoncturelle s'est donc montrée plus forte que les données observées initialement l'avaient suggéré. La révision à la hausse la plus importante a été enregistrée du côté de la consommation privée. Au lieu d'une progression de 1,6%, l'estimation actuelle s'élève à 2,3% en variation annuelle. A ce niveau de consommation élevé correspond un niveau de confiance actuel des consommateurs qui se trouve près de sa valeur record.

Les dépenses de consommation publique continuent au premier trimestre une hausse observée depuis le troisième trimestre 1998; mais avec une croissance annuelle de 1,7%, elles restent clairement en dessous de l'évolution générale de l'activité économique.

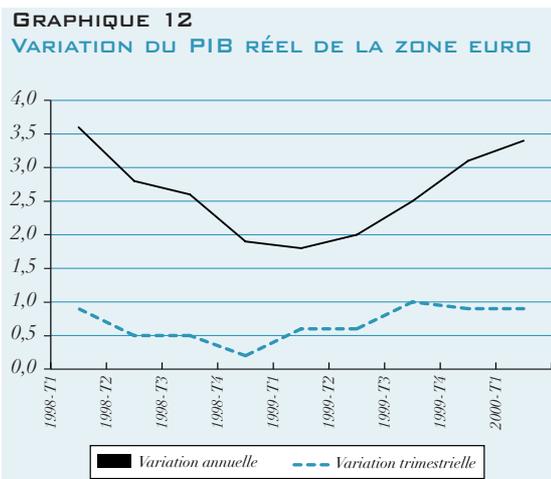
La croissance des agrégats relatifs à la consommation continue d'être dépassée par la progression des investissements, ceux-ci restant donc l'agrégat le plus dynamique parmi ceux qui constituent la demande interne. Le taux de croissance

de la formation brute de capital fixe se stabilise à un niveau élevé de 4,8%.

Les échanges internationaux de biens et services restent de loin les éléments les plus dynamiques du PIB. La croissance des exportations (en volume) dépasse pour la deuxième fois consécutive la progression des importations. Les taux enregistrés sont respectivement de 11,8% (exportations) et de 10,3% (importations). Plusieurs facteurs contribuent à cette évolution. D'abord, on note un certain effet de base: la période de référence, à savoir le premier trimestre de l'année 1999, était marquée par un niveau relativement faible d'une part des importations mais surtout des exportations. Les raisons à l'époque étaient une très faible conjoncture au niveau mondial (à l'exception des Etats-Unis), combinée à une demande domestique relativement faible au sein de la zone euro même. Un an plus tard, la situation se présente très différemment. Une relance économique notable se produit depuis ce temps au niveau mondial. A une croissance ininterrompue et toujours élevée au sein de l'économie des Etats-Unis (+5,3% au premier trimestre, taux annualisé) s'ajoute une amélioration des conditions économiques en Amérique Latine et en Asie. Le Japon reste l'exception avec une reprise seulement très récente et tout au mieux timide jusqu'ici.

A la demande internationale accrue, suite à cette reprise au niveau mondial, s'ajoute l'évolution de la valeur externe de l'euro qui a contribué à augmenter les volumes exportés. Dans ce contexte, il peut paraître étrange que le volume des importations augmente à une telle vitesse, vu l'augmentation des prix à l'importation suite, à la dépréciation externe de l'euro et à l'évolution des prix pétroliers. Une première raison réside dans le fait que la progression de la demande interne tout comme celle des exportations favorisent bien sûr les importations. Une deuxième raison est de nature statistique et mène souvent à de fausses interprétations des chiffres relatifs au commerce extérieur de la zone euro. Les statistiques publiées par

Eurostat relatives au commerce extérieur comprennent aussi bien les exportations des Etats membres de la zone euro vers des Etats non-membres que les échanges avec les autres Etats membres de la zone euro. Les statistiques ne sont jusqu'à aujourd'hui pas suffisamment détaillées pour permettre l'élaboration fiable des seuls échanges de la totalité de la zone euro avec des Etats non-membres uniquement. Le fait que les chiffres relatifs aux exportations et aux importations comprennent le commerce international à l'intérieur de la zone euro explique la forte corrélation entre l'évolution des deux agrégats. De plus, les exportations telles qu'enregistrées par Eurostat ne bénéficient donc non seulement de l'évolution de la valeur externe de l'euro, mais également de l'évolution de la demande intérieure au sein de la zone euro même – les importations de chaque Etats membres se répercutent sur les exportations des autres.



Source: Reuters

**Tableau 2** *Evolution du PIB réel de la zone et de ses composantes*

	1998	1999	1999			2000	1999			2000
			<i>(Variations annuelles)</i>				<i>(Variations trimestrielles)</i>			
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
PIB	2,7	2,4	2,0	2,5	3,1	3,4	0,6	1,0	0,9	0,9
Consommation privée	3,0	2,5	2,4	2,5	2,4	2,3	0,3	0,8	0,5	0,7
Consommation publique	0,9	1,5	1,2	1,6	1,6	1,7	0,1	0,3	0,2	1,0
FBCF	4,4	4,8	5,4	5,0	4,8	4,8	0,9	1,5	0,5	1,8
Demande intérieure	3,4	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	0,4	0,5	0,9	0,9
Exportations	6,9	4,4	2,0	5,4	9,1	11,8	2,9	3,6	2,3	2,6
Importations	9,3	6,1	4,7	6,7	8,4	10,3	2,4	2,4	2,4	2,7

Source: EUROSTAT

## Activité sectorielle

Au deuxième trimestre de l'année 2000, l'économie de la zone euro a continué sur sa lancée de croissance. En effet, à défaut d'avoir les résultats pour la zone euro entière, des résultats préliminaires dans quelques pays (Allemagne, Pays-Bas) indiquent déjà que le PIB a de nouveau connu une belle progression. Ces constats sont corroborés par des indicateurs à court terme. La production industrielle dans la zone euro a crû de 5,9% et de 8,1% respectivement en avril et mai. Ces taux de croissance sont proches de ceux enregistrés au sommet du cycle conjoncturel des années 1997 et 1998. Les résultats pour le mois de juin sont en recul et la production industrielle chute de 0,4% par rapport au mois de mai; sa croissance annuelle retombe à 3,8%.

Quant au commerce de détail, le volume des ventes a augmenté de 4% et de 3,7% respectivement en avril et mai. Ce résultat, couplé avec la reprise des ventes de voitures après une baisse du régime fin de l'année passée, semble conclure à une demande interne soutenue au deuxième trimestre.

Les enquêtes de conjoncture harmonisées de la Commission Européenne révèlent un scénario similaire pour le premier semestre de l'année. L'indicateur de confiance dans l'industrie a atteint un nouveau niveau record en juin et le taux d'utilisation des capacités de production en juillet dépasse les maxima recensés en 1995 et 1998. Quant à la confiance dans le secteur de la construction et auprès des consommateurs, les indicateurs respectifs ont dépassé au deuxième trimestre les niveaux records respectifs de 1990. La zone euro se caractérise donc par un sentiment général très optimiste qui ne laisse pas présager un fléchissement de la conjoncture européenne. Le FMI, dans ses prévisions récentes table ainsi sur une croissance annuelle de 3,4% pour la zone euro en 2000<sup>1</sup>.

Le marché du travail dans la zone euro continue de bénéficier de la reprise cyclique. Sur douze mois, le taux de chômage harmonisé et ajusté pour les variations saisonnières a baissé de 9,9% (en juin 1999) à 9,1% (en juin 2000). Dans bon nombre de pays, le chômage se trouve désormais à un niveau jugé suffisamment bas pour pouvoir être à l'origine de pressions inflationnistes. Dans ces pays, une croissance continue de la demande nominale agrégée risque de ne plus seulement baisser le nombre de personnes sans emploi, mais de résulter aussi dans une accélération de l'inflation causée par une augmentation des coûts salariaux.

Dans ces cas, la possibilité d'une baisse continue du chômage dépend aussi de la réalisation de réformes structurelles menant à une réduction du taux de chômage structurel, c'est à dire du taux de chômage le plus bas pouvant être atteint durablement et sans que résultent de cette baisse du chômage des pressions inflationnistes. Les pays dont le taux de chômage est le moins élevé sont, hormis le Luxembourg qui reste clairement en tête<sup>2</sup>, les Pays Bas (2,8%), l'Autriche (3,3%), le Portugal (4,4%) et l'Irlande (4,5%). Les taux les plus élevés sont enregistrés en Espagne (14,1%), en Finlande et en France (respectivement 9,7% et 9,6%).

Dans ce contexte, il faut garder à l'esprit que des différences (de nature structurelle, législative etc.) entre pays sont généralement à l'origine de divergences dans le niveau du chômage structurel. Ceci signifie qu'un pays peut avoir un taux de chômage relativement élevé, qui persiste même dans des périodes de reprise cyclique tout en stimulant l'inflation, tandis qu'un autre pays peut durablement avoir un taux de chômage significativement plus bas, sans que celui-ci soit à l'origine d'une accélération de l'inflation dans ce pays.

<sup>1</sup> FMI, *World Economic Outlook*, septembre 2000.

<sup>2</sup> Selon la définition harmonisée – qui diffère de la définition nationale –, le Luxembourg a enregistré un taux de chômage de 2,2% en juin 2000

### 1.1.7 Le commerce extérieur et la balance des paiements

#### Le commerce extérieur

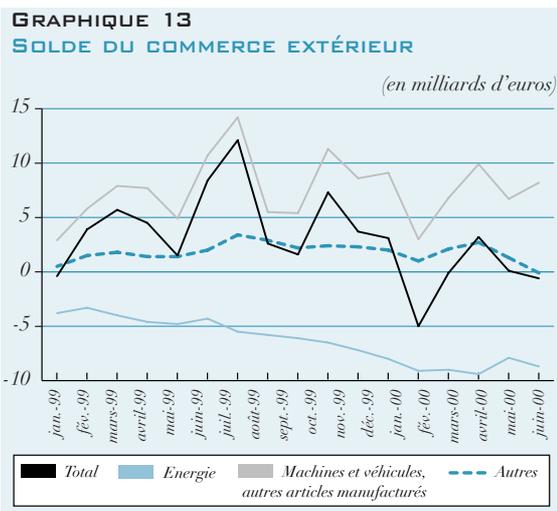
Le solde du commerce extérieur continue de se dégrader. Il atteint un surplus de 1,1 milliards d'euros pour le premier semestre 2000 contre 23,6 milliards en 1999 pour la même période.

Cette réduction du solde extérieur s'explique par une augmentation relative en valeur des importations plus importante que celle des exportations, mais par une augmentation relative en volume en sens opposé.

Les exportations ont crû de 21% en valeur entre le premier semestre 1999 et le premier semestre 2000, tandis que la croissance des importations était de 28% entre les mêmes périodes.

La croissance des exportations et des importations en valeur reflète en partie un effet prix, mais aussi une croissance en volume liée à la reprise de l'activité observée depuis le troisième trimestre 1999. En volume, les exportations ont progressé de 14% et les importations de 6% entre les 5 premiers mois de 1999 et la même période en 2000.

Cette réduction de l'excédent du commerce extérieur est due à la forte dégradation du solde de l'énergie. Sur les 5 premiers mois de l'année 2000, le déficit atteint 44,1 milliards d'euros. Il fait plus que doubler par rapport à la même période de 1999 durant laquelle il se chiffrait à 20,5 milliards d'euros. La forte hausse du prix du pétrole, ainsi que l'augmentation de la demande en énergie et la baisse de l'euro par rapport au dollar ont fortement alourdi la facture énergétique. Le solde des autres postes ne souffre pas sur cette période, la baisse de l'euro renforçant la compétitivité des exportations de la zone euro.



Source: EUROSTAT

#### La balance des paiements

Le surplus du compte courant au premier semestre 1999 (15 milliards d'euros) se transforme en déficit au premier semestre 2000 (-11,7 milliards d'euros), soit une baisse de 26,7 milliards. Cette dégradation est principalement le fait de la baisse du solde des biens à concurrence de 19,3 milliards d'euros. Les soldes des autres postes contribuent tous à cette baisse: les services pour 3,9 milliards d'euros, les revenus pour 1,8 milliards et les transferts courants pour 1,5 milliards.

Le solde du compte de capital est aussi en légère baisse: il passe de 6,1 milliards d'euros au premier semestre 1999 à 5,3 milliards au premier semestre 2000.

Le compte financier enregistre un solde net de 44 milliards d'euros au premier semestre 2000 contre -61,4 milliards en 1999. Cette évolution résulte de mouvements erratiques des flux nets des principaux postes du compte financier.

Les investissements directs atteignent un flux net entrant de 128,5 milliards d'euros contre un flux

net sortant de 68,1 milliards un an auparavant. Les investissements de portefeuille enregistrent un flux net sortant de 162,3 milliards d'euros en 2000 contre 61,7 milliards en 1999.

Les produits financiers dérivés et les autres investissements comptent des flux nets entrant de respectivement 6,4 et 67,7 milliards d'euros au premier semestre 2000, qui sont en légère augmen-

tation par rapport à la même période de l'année précédente.

Les avoirs de réserve baissent de 12,3 milliards d'euros au premier semestre 1999 et de 3,5 milliards au premier semestre 2000. Quant aux erreurs et omissions, elles passent de 40,3 milliards d'euros au premier semestre 1999 à -37,5 milliards en 2000.

**Tableau 3 Soldes trimestriels de la balance des paiements**

(en milliards d'euros)

	1998						2000		
	T1	T2	Janv.- Juin	T3	T4	Juil.- Déc.	T1	T2	Janv.- Juin
Compte courant	6,3	8,7	15,0	4,5	3,3	7,8	-7,8	-3,9	-11,7
Biens	21,5	24,9	46,4	26,7	26,6	53,3	9,3	17,8	27,1
Services	-3,3	0,2	-3,1	-1,2	-3,3	-4,5	-5,3	-1,7	-7,0
Revenus	-6,4	-7,1	-13,5	-6,4	-6,5	-12,9	-6,3	-9,0	-15,3
Transferts courants	-5,6	-9,3	-14,9	-14,5	-13,4	-27,9	-5,5	-10,9	-16,4
Compte de Capital	2,8	3,3	6,1	1,7	5,4	7,1	2,8	2,5	5,3
Compte financier	-33,1	-28,3	-61,4	-6,7	3,9	-2,8	47,8	-3,8	44,0
Investissements directs	-15,5	-52,6	-68,1	-23,3	-47,3	-70,6	147,9	-19,4	128,5
Investissements de portefeuille	-54,7	-7,0	-61,7	29,7	3,0	32,7	-192,6	30,3	-162,3
Produits financiers dérivés	-1,4	-0,5	-1,9	1,5	-0,5	1,0	2,5	3,9	6,4
Autres investissements	33,0	25,4	58,4	-16,1	48,4	32,3	91,3	-23,6	67,7
Avoirs de réserve	5,6	6,6	12,2	1,4	0,2	1,6	-1,4	4,9	3,5
Erreurs et omissions	24	16,3	40,3	0,6	-12,7	-12,1	-42,7	5,2	-37,5

Source: BCE

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 L'économie réelle

#### 1.2.1.1 Le marché du travail

##### L'emploi

Le Luxembourg se trouve actuellement dans une phase de création d'emplois jamais vue auparavant. Durant la période de janvier à juillet 2000, le nombre de personnes ayant un emploi dépasse de 13 450 unités la moyenne de la même période en 1999. Deux années de forte croissance de l'emploi (+4,3% en 1998 et +5,0% en 1999) sont suivies d'une période d'accélération continue de la croissance de l'emploi: l'emploi total intérieur progresse actuellement avec 5,5% (moyenne des sept premiers mois) et l'emploi salarié atteint même les 5,8%.

Les frontaliers continuent à satisfaire majoritairement à la demande sur le marché de l'emploi. Leur nombre augmente de quelque 5 600 personnes depuis le début de l'année. Sur 100 emplois nouvellement créés (nets), les non-résidents en ont occupé 64. Leur nombre dépassant les 87 000 au mois de juillet, ils occupent désormais un peu plus d'un tiers de la totalité des emplois domestiques.

Bien que l'évolution du nombre des frontaliers domine dans la création de nouveaux postes, l'emploi des résidents est loin de stagner. Plus de 174 000 résidents exercent un emploi au mois de juillet<sup>3</sup>. Là encore, un rôle important est joué par l'immigration – passée et actuelle. Les résidents nationaux ne représentent qu'environ 60% des salariés résidents – et un peu moins que 40% de l'emploi salarié total<sup>4</sup>. L'importance de l'immigration pour l'évolution de l'emploi à moyen terme devient visible lorsqu'on met en relation l'évolution du nombre de salariés étrangers résidents et l'évolution de l'emploi résident total.

Entre 1994 et 1999, les salariés étrangers résidents ont progressé de 53 500 environ à plus de 63 200<sup>5</sup> – une hausse de 18% ou encore de presque 10 000 personnes. Sur la même période, l'emploi salarié résident a progressé de 12 000 personnes pour atteindre les 153 000 personnes en 1999. Ainsi, quelque 83% de la croissance de l'emploi salarié résident est le fait de l'immigration.

##### Le chômage

L'évolution du chômage continue de refléter la très bonne performance de l'économie. Le chômage se trouve à un niveau qu'on peut qualifier de frictionnel pour sa plus grande partie et structurel pour le reste.

Le chômage frictionnel est celui qu'on juge souvent être inévitable car il résulte du fait qu'une économie est constamment en mouvement et que le facteur de production «travail» est continuellement ré-attribué à des emplois nouveaux. Une partie de ce processus de réaffectation du facteur travail se fait moyennant inscription temporaire de l'individu concerné au chômage. La durée relativement courte – en comparaison internationale – pendant laquelle la plupart des demandeurs d'emploi résidents sont inscrits auprès de l'Administration de l'emploi (ADEM), indique une ré-allocation assez rapide du travail au Luxembourg.

D'un autre côté, le chômage structurel du Luxembourg résulte surtout d'un niveau de qualification inapproprié des individus concernés: soit un niveau de qualification trop peu élevé comparé au coût salarial que leur emploi engendrait pour un employeur éventuel, soit un type de qualification qui ne correspond pas – ou qui ne correspond plus

<sup>3</sup> Ce chiffre n'inclut pas les fonctionnaires internationaux dont le nombre est de 7 449. Les fonctionnaires internationaux sont pris en compte pour le calcul de l'emploi national, mais ils sont exclus lors du calcul de l'emploi salarié intérieur.

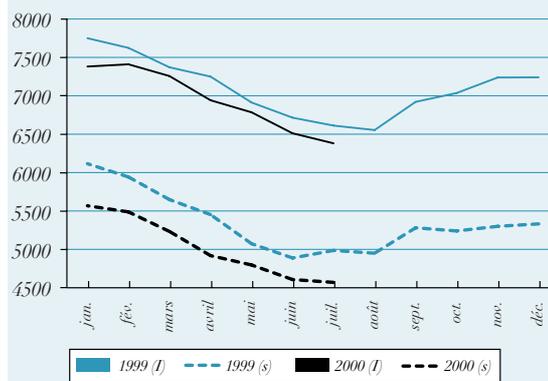
<sup>4</sup> Chiffres du 31 mars 1999.

<sup>5</sup> En date du 31 mars de l'année respective.

– au côté demande du marché du travail. Le chômage structurel débouche souvent pour les personnes touchées en une longue durée de non-emploi. Ainsi, le chômage à long terme devrait permettre une approximation quantitative du chômage structurel et fournir une délimitation par rapport au chômage de nature frictionnelle. Pourtant, il convient aussi de prendre en compte dans le cadre du chômage structurel les personnes qui se caractérisent par les durées d'emploi plutôt courtes et dont les retours au chômage sont par conséquent fréquents. Les statistiques que publie l'ADEM ne permettent malheureusement pas de chiffrer le nombre de ces personnes.

Le chômage conjoncturel résident doit être considéré comme étant égal à zéro, ce qui explique pourquoi la croissance de l'emploi se répercute surtout dans une augmentation du nombre des frontaliers et dans une immigration nette. Par conséquence, la forte croissance économique n'a qu'une influence très réduite sur le chômage résident. En juillet, celui-ci s'est élevé à 2,45% de la population active. Ceci est 0,5 point de pour-cent inférieur à la valeur observée au début de l'année, mais lorsqu'on ajuste le nombre de demandeurs d'emploi pour les variations saisonnières usuelles, on note qu'il n'a pas diminué depuis le mois de janvier. En variation annuelle, le nombre de demandeurs d'emploi a cependant baissé de plus de 8%. La baisse du nombre de demandes d'emploi non-satisfaites (DENS) est due pour 44% à l'évolution du nombre de mesures spéciales pour l'emploi. Celles-ci progressent à un rythme annuel supérieur à 10% depuis décembre 1999.

**GRAPHIQUE 14**  
**NOMBRE DE DEMANDEURS D'EMPLOI AU SENS LARGE (L) ET AU SENS STRICT (S), CHIFFRES NON-AJUSTES**



Source: ADEM / STATEC

Les offres d'emploi non-satisfaites (OENS) enregistrées auprès de l'ADEM ont diminué par rapport à l'année précédente et n'atteignent plus que 1400 unités au deuxième trimestre (-22% en variation annuelle).

### 1.2.1.2 L'évolution des prix et des coûts

En se basant sur l'indice des prix à la consommation national (IPCN), l'inflation au Luxembourg<sup>6</sup>, qui a amorcé son accélération en 1999, est passée de 0,51% en rythme annuel en février 1999 à 3,14% en août 2000, après 3,44% en juillet 2000. L'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a connu une évolution encore plus spectaculaire en passant de 0,51% en février 1999 à 4,73% en juillet, pour retomber à 3,70% en août 2000. La variation de l'IPCN a été moins prononcée que celle de l'IPCH, puisque les produits ayant contribué à la flambée de l'inflation, en l'occurrence les produits pétroliers, sont pondérés plus faiblement dans l'IPCN.

<sup>6</sup> Depuis janvier 2000, le Luxembourg dispose de deux indices des prix pour mesurer son inflation: l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) d'une part et national (IPCN) d'autre part. Le premier est pris en compte dans le calcul de l'inflation de la zone euro, alors que le deuxième, dont la couverture se limite à la seule consommation de la population résidente en excluant la consommation des non-résidents, actionne l'indexation automatique des salaires et des prestations sociales. Voir les pages 27 et 28 du Rapport Annuel 1999 de la BCL pour une analyse plus détaillée des différences.

## INFLATION ET INDEXATION

Le Luxembourg a connu une accélération importante de son inflation depuis le début de l'année 1999, pour atteindre 3,14% en août 2000 si on se base sur l'indice des prix à la consommation national (IPCN), ce qui a abouti au déclenchement de deux tranches indiciaires en un espace de temps relativement court. Le renchérissement des cours du pétrole ainsi que la faiblesse persistante du taux de change par rapport au USD sont les principaux facteurs explicatifs de l'accélération de l'inflation au Luxembourg. Cette évolution est d'autant plus déplorable que l'inflation a accéléré plus vite au Luxembourg que chez nos partenaires de la zone euro, ce qui a eu pour conséquence que le Luxembourg compte désormais parmi les pays ayant les taux d'inflation les plus élevés dans la zone euro, alors que le différentiel de taux d'inflation avec la zone euro était en faveur du Luxembourg jusque mars 1999.

Bien que le taux de croissance annuel de l'inflation ait légèrement reculé en août (IPCN et IPCH), il est douteux que ce mouvement soit le début d'un renversement de tendance. L'indice des prix à la consommation devrait de nouveau rebondir sous l'effet des hausses des prix des produits pétroliers enregistrées depuis lors.

Il est actuellement trop tôt pour tirer des conclusions quant aux effets durables de la réunion du 10 septembre 2000 de l'OPEP, au cours de laquelle une augmentation de la production journalière de 0,8 million de barils a été décidée. Dans cette situation d'incertitude quant à l'évolution future des prix du pétrole, la tâche de faire des prévisions de l'inflation est particulièrement ardue et hasardeuse.

Les prévisions en matière d'inflation, comme toute prévision économique, sont largement dépendantes des hypothèses sous-jacentes. En ce qui concerne les prix pétroliers, la démarche traditionnelle consiste à utiliser les cours des contrats du marché à terme («futures») sur le pétrole brut dans le cadre de prévisions de l'inflation. Or avec le recul, il s'avère que ces contrats à terme n'ont pas reflété de façon satisfaisante l'évolution réelle des prix du pétrole, telle qu'observée par la suite. Compte tenu du degré d'incertitude, il est utile d'analyser deux scénarios.

Dans le premier scénario les prix du pétrole restent constants à leur niveau actuel pendant tout l'horizon de prévision, qui s'étend jusqu'à la fin 2001. Ainsi, un cours de 34\$/bl a été choisi, valeur observée sur les marchés au cours du 12 septembre 2000. Dans le second scénario on prend comme hypothèse que l'évolution des prix du pétrole suit les anticipations du marché, telles que reflétées par les prix des contrats à terme (ce qui correspond au scénario traditionnel). Le prix du pétrole baisserait graduellement de 32,5\$/bl au quatrième trimestre de l'année en cours à 26,7 \$/bl au quatrième trimestre de l'année prochaine. Quant au taux de change EUR/USD il y a lieu de noter que nous avons postulé dans les deux scénarios qu'il n'y aurait pas de changements par rapport au cours de change actuel (EUR/USD = 0,87) au cours de la période couverte par les prévisions, ce qui constitue une démarche normale en la matière.

Dans le premier scénario, l'inflation, telle que mesurée par l'IPCN pour 2000 et 2001 devrait être légèrement supérieure respectivement à 3% et 2%. Dans ce scénario, la prochaine tranche indiciaire serait payable vers la moitié du premier semestre 2001.

Dans le second scénario, qui est plus optimiste, une baisse du prix du pétrole pourrait apporter une légère détente en matière d'inflation en 2001. En effet, les futures suggèrent que les cours moyens du pétrole seraient de USD 30,6 par baril, respectivement 28,7 USD par baril aux deux premiers trimestres de l'année prochaine. L'inflation serait toujours légèrement supérieure à 3% en 2000, mais elle diminuerait à environ 2% en 2001. Vu la forte hausse des cours du pétrole au fil des derniers mois, le déclenchement d'un effet de base devrait se faire sentir relativement tard et n'induirait un recul de l'inflation que vers la fin du deuxième trimestre 2001. La prochaine tranche indiciaire serait toujours payable vers la moitié du premier semestre 2001.

Il peut paraître étonnant à première vue, que l'échéance prévue de la prochaine tranche indiciaire soit identique dans les deux scénarios de prévision. Ceci s'explique par le fait que les cours des contrats à terme ne diffèrent que légèrement du prix «constant» au cours de la période septembre 2000 à mars 2001. Ce n'est qu'après mars 2001 que cette différence s'accroît.

Cette évolution néfaste est surtout due aux effets combinés de deux facteurs externes, en l'occurrence, la hausse des prix du pétrole et la chute de la valeur externe de l'euro.

Le phénomène d'accélération de l'inflation est d'autant plus inquiétant qu'il a été bien plus net au Luxembourg qu'ailleurs dans la zone euro au point de mener à un renversement de positions relatives: alors que l'inflation luxembourgeoise avait, en général, tendance à évoluer plus lentement que la moyenne de la zone euro, elle progresse à un rythme supérieur depuis le deuxième trimestre de 1999. En effet, l'inflation annuelle de juillet 2000 dans la zone euro, telle que mesurée par l'IPCH, a été de 2,4%, ce qui implique un différentiel de 2,3% en défaveur du Luxembourg. A noter dans ce contexte que seule l'Irlande, avec un taux annuel de 5,9%, a connu une inflation plus élevée que le Luxembourg en juillet 2000.

**GRAPHIQUE 15**  
**DIFFÉRENTIEL ENTRE L'INFLATION ANNUELLE LUXEMBOURGEOISE ET L'INFLATION ANNUELLE DANS LA ZONE EURO**



Source: EUROSTAT et STATEC

Les creux exceptionnels du différentiel de janvier et juillet 1999 s'expliquent par la première prise en compte des soldes dans le calcul de l'IPCH. Nous tenons à rappeler que ce différentiel s'explique essentiellement par la plus forte sensibilité des prix luxembourgeois aux prix du pétrole et ce pour plusieurs raisons. D'abord, le poids des produits énergétiques dans l'IPCH est le plus fort au Luxembourg: 12,08% comparé à un poids de 9% pour la zone euro. Ensuite, la sensibilité des prix des produits énergétiques à la consommation par rapport aux prix mondiaux du pétrole est également la plus forte au Luxembourg en raison d'une taxation fixe plus faible<sup>7</sup>.

L'augmentation des prix des biens alimentaires mesurée par l'IPCH<sup>8</sup>, est passée de 1,24% en janvier 2000 à 2,84% en juillet 2000, ce qui s'explique à la fois par les produits alimentaires transformés et par les produits alimentaires non transformés.

La forte poussée des prix des biens industriels (IPCH: +5,51% en janvier et +7,32% en juillet 2000) s'explique surtout par la flambée de la sous-composante énergie, dont les raisons ont été expliquées ci-dessus. En effet, la variation annuelle de l'énergie s'établissait à quelque 20% au début de l'année pour atteindre 26,83% en juillet. L'évolution des prix des biens industriels non énergétiques par contre est restée plus modérée au cours de la période allant de janvier à juillet 2000 (IPCH: +1,63% en juillet). Il faut cependant s'attendre à des répercussions des hausses du prix de l'énergie sur l'évolution future des produits industriels non énergétiques.

Quant aux services, il y a lieu de relever que les hausses observées pour l'IPCH ont été de l'ordre de 2,5% à 2,8% pendant l'année en cours, ce qui représente une nette augmentation par rapport aux chiffres observés au début de l'année passée

<sup>7</sup> Voir l'étude sur « L'accélération de l'inflation au Luxembourg » publiée dans le Bulletin 2000/1 de la BCL pour une analyse plus détaillée.

<sup>8</sup> Les différentes (sous-)composantes de l'IPCH n'étaient pas disponibles au moment de la clôture de la rédaction du présent Bulletin.

(+0,67% en janvier 1999). L'impact des tranches indiciaires échues respectivement en août 1999 et en juillet 2000, se fait sentir au niveau des services qui sont intensifs en main-d'oeuvre. Une analyse plus fine de l'indexation des salaires et des prestations sociales nous est fournie plus loin dans un encadré spécifique.

Il est également inquiétant d'observer que l'inflation sous-jacente<sup>9</sup> a augmenté de cadence en passant de 1,01% en février 1999 à 2,31% en juillet 2000 (version IPCH). Cette hausse s'explique par l'impact des tranches indiciaires mentionnées ci-dessus, par le dynamisme de la conjoncture, ainsi que par des répercussions de hausses du prix du pétrole sur les prix des autres biens et services.

Il faut s'attendre à une plus forte augmentation des indices de prix à la consommation au 1<sup>er</sup> septembre 2000 en raison des récentes hausses des prix des produits pétroliers.

Le prix du pétrole n'a pas cessé d'augmenter au cours des derniers mois. Alors qu'il avait baissé au mois d'avril suite à l'annonce de l'OPEP d'accroître sa production, il est remonté en mai au-dessus des 27 \$/bl pour augmenter à plus de 30 \$/bl en août. La faiblesse de l'euro par rapport au dollar a évidemment encore accentué la hausse du prix du pétrole en euros. Une demande mondiale en hausse ainsi qu'une politique restrictive de l'OPEP sont à l'origine de ces mouvements. La crainte de stocks de produits distillés (dont fait partie le fuel domestique pour le chauffage) trop faibles aux Etats-Unis a accéléré la dynamique des prix. Il est actuellement prématuré de tirer des conclusions quant aux effets durables de la réunion de l'OPEP du 10 septembre, au cours de laquelle une augmentation de la production journalière de 0,8 million de barils, a été décidée. Rappelons que le but de l'OPEP est de stabiliser le prix dans une fourchette allant de 22\$/bl à 28\$/bl.

**Tableau 4 Prix à la production des produits industriels**

Taux de variation annuelle	Pondération	1998	1999	1999-T3	1999-T4	2000-T1	2000-T2	Avril	Mai	Juin
Ensemble des produits industriels	1000	1,7	-3,9	-4,1	-0,7	1,5	5,1	4,7	4,7	5,7
Biens intermédiaires	671,5	2,5	-6,3	-6,7	-2,3	1,5	6,6	6,5	5,9	7,5
Biens d'équipement	115,7	1,7	-0,3	-0,4	0,3	1,5	3,6	3,3	3,9	3,7
Biens de consommation	212,7	-0,7	0,2	0,1	2,2	1,4	1,8	1,2	2,2	2,1
Prix sur le marché intérieur	197,3	2,7	-2,1	-2,4	1,5	3,3	6,5	6,2	6,6	6,6
Prix sur le marché UE	647,6	1,5	-4,5	-5,1	-1,7	0,5	4,1	3,5	3,8	4,9
Prix à l'exportation (hors UE)	155,6	1,5	-4,2	-3,6	-0,5	2,3	6,7	7,2	5,7	7,2

Source: STATEC

<sup>9</sup> Le STATEC établit la série en question en excluant de l'indice global les produits pétroliers, les combustibles solides, le café, thé et cacao, les pommes de terres et les fleurs de coupe.

La baisse *des prix à la production des produits industriels* en 1999 ne s'est pas poursuivie dans la première moitié de l'année 2000. Une hausse importante de 5,1% au deuxième trimestre a suivi la légère augmentation de 1,5% au premier trimestre. Le taux de variation du deuxième trimestre, parmi les plus élevés constatés sur les dernières années, est proche des taux enregistrés lors du sommet conjoncturel de l'industrie au premier trimestre 1998.

L'ascendance du niveau des prix avait déjà été entamée mi-1999 et a coïncidé avec les hausses des prix du pétrole sur les marchés internationaux. Les biens intermédiaires qui ont augmenté le plus avec 6,6% au deuxième trimestre, contre 3,6% pour les biens d'équipement et 1,8% pour les biens de consommation. Ces derniers sont moins sous l'influence directe des prix du pétrole, mais, à terme, leurs prix augmentent sous l'effet des hausses des prix des biens intermédiaires. Les prix des biens intermédiaires ont encore accéléré en juin (+7,5%) et ne devraient pas connaître de baisse au troisième trimestre: au contraire, le prix du pétrole a encore augmenté en juillet et août et ceci devrait ainsi exercer une nouvelle poussée à la hausse.

Concernant l'optique de la destination géographique des produits industriels, les prix des biens exportés hors de l'Union européenne augmentent le plus. En juin, ils croissent de 7,2% sur base annuelle; pour le deuxième trimestre, la variation se chiffre à 6,7%. Les biens à destination du marché de l'Union européenne augmentent le moins avec 4,1% au deuxième trimestre, contre 0,5% au premier trimestre.

Les prix à la construction<sup>10</sup> continuent d'augmenter sous l'effet d'une conjoncture très favorable dans le secteur du bâtiment (voir infra).

L'accélération des prix est en cours depuis fin 1998, et les prix progressent de 2,7% sur base annuelle en avril 2000 contre 2,3% en octobre 1999.

Les rémunérations salariales ont augmenté à des taux annuels extraordinaires au premier trimestre de cette année. Le *coût salarial* moyen par personne s'est accru de plus de 5% en février et mars. Le taux moyen du premier trimestre n'est que légèrement en dessous de la progression du dernier trimestre de l'année précédente, qui était l'augmentation la plus importante constatée sur les cinq dernières années.

Ces progressions s'expliquent d'une part par la très bonne conjoncture et d'autre part par les retombées des indexations automatiques sur les salaires. Une partie de l'augmentation du coût salarial s'explique en effet de la bonne portée du secteur financier et des entreprises en général. Les gratifications et les primes - des coûts salariaux non récurrents - ont de ce fait gonflé la masse salariale.

Mais cette hausse s'explique aussi par le déclenchement de la tranche indiciaire d'août 1999 et cet impact sera renforcé par l'indexation de juillet 2000. Ces indexations sont de natures permanentes et poussent forcément le coût salarial à la hausse. Les accords salariaux qui devraient se conclure dans les prochains mois pourraient amplifier cet effet ce qui risque d'exercer un effet adverse sur la compétitivité des entreprises. Afin de ne pas subir une hausse trop importante des coûts salariaux unitaires, une croissance importante de la productivité sera nécessaire.

---

<sup>10</sup> Les prix sont recensés par le STATEC sur une base semestrielle.

## Activité sectorielle

### Industrie, construction et commerce

Tirée par la conjoncture internationale, la production par jour ouvrable dans l'industrie luxembourgeoise a progressé de plus de 7,8% et de 3,4% lors des mois d'avril et mai. Ces taux sont certes inférieurs au taux moyen du premier trimestre (+9,6%), mais ce fait s'explique par l'effet de base duquel les taux de variation du premier trimestre (chute de la production industrielle au premier trimestre 1999) ont pu profiter. Sous l'effet d'une hausse des prix à la production, le chiffre d'affaires augmente également de manière impressionnante (+14,3% lors des cinq premiers mois de l'année). Le degré d'utilisation des capacités de production a atteint un nouveau niveau record et est estimé à 89% au deuxième trimestre, contre 88% au trimestre passé et lors du sommet conjoncturel fin 1997 - début 1998. Depuis le début de l'année, les biens intermédiaires progressent à des taux supérieurs à 9%. Cette performance est due, entre autres, à une industrie sidérurgique qui connaît un développement soutenu grâce à un environnement international très favorable.

A l'avenir, on peut s'attendre à des taux de variation moins spectaculaires pour l'ensemble de l'industrie. En effet, bien que les enquêtes de conjoncture fassent toujours état d'un sentiment très optimiste dans l'industrie, l'indicateur de confiance<sup>11</sup> a baissé lors des derniers mois et le sommet de la moyenne mobile de trois mois de mars 2000 n'a plus été dépassé.

**GRAPHIQUE 16**<sup>12</sup>  
**PRODUCTION ET SENTIMENT DE CONFIANCE  
DANS L'INDUSTRIE**



Source: STATEC

A l'instar du secteur de l'industrie, le secteur de la construction connaît également un développement favorable. La production par jour ouvrable progresse en moyenne de 2,75% lors des mois d'avril et mai, contre 7,4% au premier trimestre. Le chiffre d'affaires connaît une variation moyenne annuelle de 20% sur les cinq premiers mois de l'année.

La composante génie civil progresse toujours à des taux supérieurs à 10%. Mais c'est le bâtiment qui a connu un véritable essor depuis le début de l'année. Bien que les taux de croissance pour la production et le chiffre d'affaires traînent en moyenne derrière ceux du génie civil, ils sont en accélération, et reflètent la conjoncture excellente dans ce secteur. La durée d'activité assurée (5,3 mois en juillet) est à un niveau record et est supérieure à celle du génie civil (4,8 mois).

L'activité dans ce secteur ne devrait donc pas de si tôt ralentir. Ceci est d'autant plus vrai que l'appréciation du carnet des commandes par les chefs

<sup>11</sup> L'indicateur de confiance correspond à la moyenne arithmétique de la balance des réponses négatives et positives en % du total des trois indicateurs suivants: appréciation du carnet de commandes total, estimation de la production au cours des prochains mois et stock de produits finis.

<sup>12</sup> Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance

d'entreprises est à un très haut niveau pour le mois de juillet.

Sous l'impact de la croissance économique et de l'emploi, les résultats du secteur du commerce ne sont pas en retrait de ceux de l'industrie et de la construction. Le chiffre d'affaires du commerce total progresse de 12,7% en valeur et de 9,2% en volume au premier trimestre 2000. Le commerce de gros connaît un véritable boom et le taux de variation annuel du premier trimestre (+14,2%) dépasse même celui du quatrième trimestre 1999 (9,0%).

Les immatriculations de voitures n'augmentent «que» de 5,5% au premier trimestre par rapport au premier trimestre de l'année précédente. Les années 1998 et 1999 se caractérisaient cependant par une croissance exceptionnelle de plus de 10%. Compte tenu de cet effet de base la performance de l'année 2000 est tout à fait bonne.

### Les services

En dépit des bonnes performances relatives ci-dessus, le secteur des services devrait cependant de nouveau constituer le secteur phare de l'économie luxembourgeoise. Mené par un secteur financier très dynamique où les profits sont en nette hausse pour la première moitié de l'année (voir infra), les services devraient de nouveau apporter une contribution importante à la croissance.

A défaut de disposer d'indicateurs à court terme pour les activités de services, peu d'événements ne mettent en doute ce constat. Le secteur des transports devrait, tout comme en 1999, connaître une belle performance en 2000. Ainsi, la compagnie aérienne Luxair affiche une hausse du nombre de passagers de 9,8% pour les six premiers mois de l'année.

En conclusion, l'économie luxembourgeoise connaît une expansion dans tous les secteurs de

l'économie, et les performances exceptionnelles de croissance des années précédentes pourraient être répétées pour l'année en cours. Selon le STATEC<sup>13</sup>, les prévisions économiques, érigées dans le contexte du pacte de stabilité et de croissance en février 2000, semblent être réalistes: Il table sur une croissance annuelle du PIB réel d'environ moins 6% pour l'an 2000 (dans la variante «haute»).

## 1.2.2 Le secteur financier

### 1.2.2.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

La concentration relative dans le secteur bancaire, qui a marqué les années 1997 et 1998 et s'était quelque peu essoufflée au cours de l'année 1999, a de nouveau pris de la vigueur au cours du premier semestre de l'année en cours. Bien que ce mouvement de rationalisation dans le secteur bancaire n'ait engendré qu'une baisse nette de trois unités du nombre des établissements de crédit, passant de 210 au 31 décembre 1999 à 207 au 7 juillet 2000, on constatera pas moins de sept fusions bancaires au cours de la période sous revue.

La constitution de cinq nouvelles banques n'explique pas seulement la baisse limitée du nombre total d'établissements de crédit au Luxembourg mais démontre également que la place financière n'a rien perdu de son attrait vis-à-vis des promoteurs étrangers. Parmi les constitutions nouvelles de banques on remarquera plus particulièrement l'implantation de la première banque d'origine espagnole sur la place financière.

### 1.2.2.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

La somme des bilans des institutions financières monétaires s'est élevée à 686 784 millions d'euros au 31 juillet 2000 contre 648 864 millions d'euros au 31 décembre 1999, soit une hausse de 5,84%.

<sup>13</sup> Rapport annuel du STATEC 1999, p. 12

Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de juillet 1999 à juillet 2000, la somme des bilans est en progression de 13,54%. Outre le développement favorable de l'environnement économique, cette croissance s'explique également par l'accroissement du nombre des OPC monétaires du fait de la reclassification d'OPC n'étant pas inclus jusque-là dans la liste des IFM.

### 1.2.2.3 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

La somme des bilans des banques s'est élevée à 616 266 millions d'euros au 31 juillet 2000 contre 598 459 millions d'euros au 31 décembre 2000, soit une hausse de 2,98%.

Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de juillet 1999 à juillet 2000, la somme des bilans est en progression de 9,85%. Cette croissance s'explique surtout par une augmentation très nette des créances sur la clientèle et d'une hausse substantielle des passifs interbancaires.

Les créances sur la clientèle augmentent ainsi de 10,56% par rapport à juillet 1999. Cette évolution favorable s'explique par un contexte économique propice aux investissements, encourageant les ménages et entreprises à emprunter davantage.

Les créances interbancaires augmentent de 8,03% en glissement annuel, continuant le trend positif observé durant le premier trimestre de cette année, alors qu'elles étaient en déclin durant la majeure partie de l'année passée. L'augmentation en chiffres absolus est de 22 040 millions d'euros alors que les créances sur la clientèle augmentent de 11 891 millions d'euros. Cette évolution est conforme aux développements observés dans les principaux centres financiers, où le besoin accru de fonds par des entreprises européennes, notam-

ment dans le secteur des télécommunications, a entraîné une forte accélération de l'activité sur le marché interbancaire suite au rapatriement de fonds par des banques internationales<sup>14</sup>.

En termes relatifs, les créances sur les établissements de crédit représentent désormais 48,10% du total bilantaire et les créances sur la clientèle 20,20%, ce qui correspond aux chiffres observés au cours du premier trimestre.

Le portefeuille des effets et des valeurs mobilières à revenu fixe, qui compte pour environ un quart des actifs dans le bilan des banques, augmente de 9,69% en glissement annuel et se situe désormais à 150 644 millions d'euros.

Au niveau des créances sur la clientèle, on constate une stabilisation à un niveau élevé de la demande de crédits destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg. Au cours du deuxième trimestre de l'année en cours, le niveau de la demande de crédits destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg s'est élevé à 544 milliards d'euros, soit un niveau équivalent à celui observé au cours du deuxième trimestre de l'année précédente. On observe cependant un léger recul des crédits immobiliers octroyés durant les six premiers mois de l'année, recul qui doit être mis en relation avec l'augmentation des taux d'intérêt durant cette période.

Du côté passif, les dettes envers les établissements de crédit augmentent de 6,09% en glissement annuel alors que les dépôts des clients augmentent de 10,01%. Le passif interbancaire représentait en juillet de l'année en cours 46,67% du total de la somme des bilans des banques luxembourgeoises et les dettes envers la clientèle 34,40%. Notons encore que les dettes représentées par un titre augmentent de près de 16,37% en glissement annuel et représentent désormais 8,26% du total bilantaire.

<sup>14</sup> Pour un aperçu global des flux financiers lors des premiers mois de l'année en cours, voir «International banking and financial market developments», BIS quarterly review, août 2000.

#### 1.2.2.4 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

L'emploi dans le secteur financier a connu au cours du premier semestre 2000 une évolution remarquable. Ainsi, l'emploi dans le secteur financier s'élève fin juin 2000 à 25 047 personnes ce qui représente une hausse de 1 062 unités ou encore 4,42% par rapport à décembre 1999. En glissement annuel le taux de croissance s'élève à 8,44%. L'emploi dans le secteur financier représente dorénavant 9,6% de l'emploi intérieur total.

Au 30 juin 2000, l'emploi dans les établissements de crédit s'élève à 22 057 personnes, soit une hausse de 4,06% par rapport à décembre 1999. Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de juin 1999 à juin 2000, l'effectif dans les établissements de crédit est en progression de 1 615 unités, soit 7,90%.

De façon générale l'augmentation de l'effectif dans le secteur bancaire durant les douze derniers mois trouve son origine dans différents facteurs dont notamment le développement des activités de l'administration des fonds d'investissement qui ont connu un essor sans précédent au cours des deux dernières années et la décision des banques américaines qui comptent s'engager davantage sur le marché de l'administration des fonds de pension. Notons cependant aussi que la part des employés à mi-temps est en augmentation. Ceux-ci étaient 1 666 fin juin 2000 ce qui représente 8% de l'effectif total. Par rapport au mois de juin 1999, le nombre des employés à mi-temps a augmenté de 13,72%. Depuis le début de l'année il a même augmenté de 32,43%.

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

L'analyse des comptes de profits et pertes des banques luxembourgeoises au 30 juin 2000 démontre que ces dernières viennent de vivre un excellent premier semestre.

Par rapport au 30 juin 1999, la marge sur intérêts a progressé de 7,03% et ne contribue désormais plus qu'à raison de 45,23% au produit bancaire, comparé à 51,64% un an auparavant. Notons qu'au cours du premier trimestre de cette année, le taux de croissance de la marge sur intérêts était encore de 22,36% en glissement annuel. La décélération du rythme de croissance s'explique par l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt durant le deuxième trimestre de l'année en cours, ce qui a entraîné une hausse plus forte des intérêts bonifiés par rapport aux intérêts et dividendes perçus. Ainsi, par exemple, le différentiel de taux entre le taux à court terme EONIA et les taux d'intérêt sur les emprunts gouvernementaux était encore de 2,34% en moyenne au cours du premier trimestre mais passe à 1,46% au cours du deuxième trimestre. Cette évolution n'a pas été sans influence sur les revenus des banques qui traditionnellement se financent à court terme pour investir à long terme. Si le développement des taux d'intérêt était plutôt défavorable à l'activité d'intermédiation des banques, l'accroissement du volume des activités a cependant permis de compenser ce facteur. Le bilan des banques s'est ainsi accru de 8,43% en glissement annuel en juin 2000, ce qui a induit une hausse en termes de flux bruts de 28,52% des intérêts et dividendes perçus et de 30,91% des intérêts bonifiés.

Au niveau du résultat hors intérêts, les revenus sur la réalisation de titres restent sur la lancée du premier trimestre et progressent de 37,4%.

Le solde sur commissions a connu une hausse de 40,7%. Il importe de noter que le solde sur commissions représente, à lui seul, 38,9% du produit bancaire. L'importance du solde sur commissions manifeste évidemment l'ampleur des placements dans des produits financiers tels que les OPC. Cette tendance est par ailleurs nettement confirmée par l'évolution spectaculaire de l'investissement net en capital dans des OPC luxembourgeois au cours des dernières années. Au cours des douze derniers mois l'actif net des OPC luxembourgeois a ainsi crû

de 42,93% pour se situer à 851 milliards d'euros, l'investissement net en capital représentant près de 65% de cette augmentation.

Les activités de change ont également connu une tendance positive, enregistrant une progression de 2,92% par rapport à juin 1999 alors qu'au trimestre précédent le taux de croissance annuel était encore fortement négatif. C'est ainsi que la part des revenus nets sur opérations de change dans le produit bancaire augmente de 2,89% au premier trimestre à 4,29% au cours du trimestre suivant.

Les revenus sur divers augmentent de 188% pour se situer à 72 millions d'euros.

Le produit bancaire (résultat brut) a par conséquent témoigné d'une hausse de 22,2% et s'élève, au 30 juin 2000, à 4 106 millions d'euros.

Compte tenu de la progression considérable de l'emploi dans les établissements de crédit, il semble évident que les frais de personnel affichent également des taux de croissance importants. En effet, les frais de personnel s'élèvent à 790 millions d'euros au 30 juin 2000, soit une progression de 14% par rapport à la même date de l'année précédente. Néanmoins, malgré un rythme de croissance élevé du personnel employé, on constate que les frais de personnel évoluent moins rapidement que le produit bancaire et représentent désormais plus que 19,2% du produit bancaire comparé à 20,6% au 30 juin 1999.

Les frais d'exploitation croissent de 15,18% en glissement annuel, proche du rythme de croissance des frais de personnel.

### 1.2.3 La balance des paiements courants et le commerce extérieur

La balance des paiements courants se solde pour le premier trimestre 2000 avec un surplus de 573 millions d'euros, en augmentation de 59,7% par rapport au premier trimestre 1999 mais en deçà de celui réalisé au premier trimestre 1998. Cette bonne

Tableau 5

#### Les soldes de la balance des paiements courants

	Jan.- Mars 1998	Jan.- Mars 1999	Jan.- Mars 2000
	<b>Soldes</b>		
<b>Opérations courantes</b>	<b>707</b>	<b>359</b>	<b>573</b>
<b>Biens<sup>1)</sup></b>	<b>-294</b>	<b>-577</b>	<b>-530</b>
<b>Services</b>	<b>780</b>	<b>953</b>	<b>976</b>
<b>Rémunération des salariés</b>	<b>-356</b>	<b>-424</b>	<b>-512</b>
<b>Revenu des investissements<sup>2)</sup></b>	<b>690</b>	<b>599</b>	<b>794</b>
<b>Transferts courants</b>	<b>-112</b>	<b>-192</b>	<b>-154</b>

Note: tous les chiffres sont en millions de EUR

1) nouvelle série à partir de 1999:

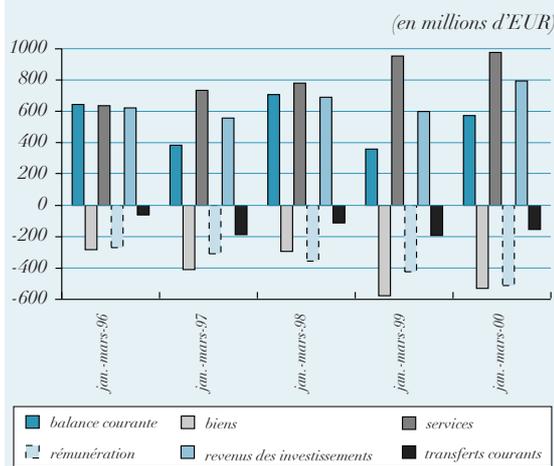
chiffres de la statistique du commerce extérieur – moyennant quelques adaptations méthodologiques

2) Sans bénéfices réinvestis

Source: STATEC

performance s'explique en majeure partie par une forte augmentation (+32,5%) de l'excédent des revenus des investissements par rapport au premier trimestre 1999. La forte croissance de ces dernières années de la composante des services a ralenti au cours de la période considérée et elle n'a participé que modérément à la croissance du solde des opérations courantes. Après une forte croissance en 1999, le déficit commercial a légèrement reculé.

GRAPHIQUE 17  
BALANCE DES PAIEMENTS COURANTS



Source: STATEC

## Les opérations sur biens

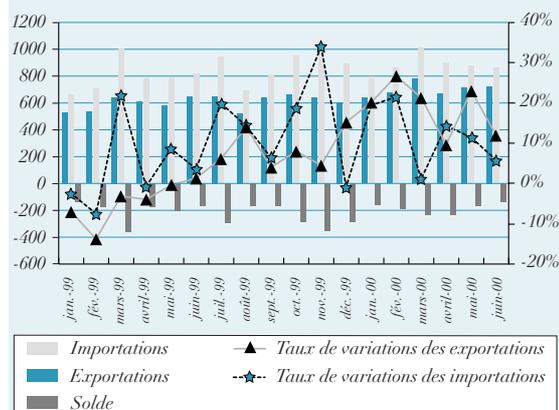
Le déficit commercial s'établit sur le premier trimestre 2000 à 530 millions d'euros, soit une amélioration de 8,2% par rapport à la même période en 1999.

Les exportations ont crû de 16,9% par rapport au premier trimestre de l'année 1999. En se rapportant aux chiffres du commerce extérieur<sup>15</sup>, cette accélération est portée par les secteurs des Articles manufacturés en métaux communs et des Machines et équipements qui représentent conjointement plus que la moitié de nos exportations totales. Ces deux secteurs enregistrent de belles performances avec respectivement 28% et 38,5% de croissance de leur vente extérieure par rapport au premier trimestre de l'année précédente.

Contrairement aux années passées, les importations ont modérément augmenté et ce à concurrence de 10,8%. Ce ralentissement tout relatif est surtout occasionné par l'effet des importations exceptionnelles d'aéronefs réalisées par les deux compagnies aériennes résidentes au cours du premier trimestre de l'année précédente. Ainsi, les importations de matériaux de transport ont diminué de 23% par rapport au premier trimestre 1999.

Les seules catégories de produits excédentaires demeurent les Articles manufacturés en métaux communs et la rubrique des Autres articles classés suivant la matière première. Les déficits réalisés par les autres catégories de produits tendent à s'accroître. Ainsi, les importations nettes de combustibles minéraux et de lubrifiants ont augmenté sous l'effet conjugué de la dégradation du cours du dollars américain par rapport à l'euro et de la croissance importante des cours du pétrole brute, à concurrence de 101 millions d'euros (+78,8%) par rapport au premier trimestre 1999.

**GRAPHIQUE 18**  
**BALANCE COMMERCIALE DU LUXEMBOURG**



Source: STATEC (statistiques du commerce extérieur du Luxembourg)

Sur un plan géographique, on observe en particulier par rapport au premier trimestre 1999 une augmentation du déficit avec les pays de la zone euro. Les déficits bilatéraux avec l'Allemagne et la Belgique se sont aggravés alors que le surplus réalisé avec la France continue de croître.

Les développements enregistrés au premier trimestre se sont confirmés au courant du deuxième trimestre 2000. On constate néanmoins un ralentissement de la croissance des exportations dans tous les secteurs d'activité importants. Il faut aussi relever que les importations de combustibles minéraux et de lubrifiants réalisées au cours du premier semestre 2000 ont atteint un niveau historique avec 471 millions d'euros.

Sur la période du premier semestre de l'année en cours les prix à l'exportation ont augmenté de 0,8% par rapport à la même période en 1999 alors que les prix à l'importation ont augmenté sur la même période de 1,9% entraînant ainsi une dégradation des termes de l'échange de 1,1%.

<sup>15</sup> La STATEC intègre depuis 1999 les statistiques du commerce extérieur - moyennant certaines adaptations méthodologiques - dans la balance des paiements courants. Les données publiées de la balance des paiements courants n'indiquant, ni ventilation géographique, ni ventilation par classe de produit, il est nécessaire de recourir au commerce extérieur pour analyser l'évolution des échanges.

## Les opérations sur services

En progression par rapport à 1999, les échanges de services atteignent un excédent record de 976 millions d'euros (+2,5%) au cours du premier trimestre 2000. Les échanges sur services financiers avancent avec une vitesse impressionnante autant du côté des exportations (+44%) que du côté des importations (+73%). Il convient de relever que la corrélation entre les importations et les exportations de services financiers est faible et que leurs progressions relatives ne dépendent pas des mêmes champs d'activités. Ainsi, les exportations de services financiers sont, entre autres, fonction des frais de gestion et des primes de performances payés par les fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg à leurs gestionnaires qui sont en grande majorité des sociétés étrangères. Ces rémunérations varient en fonction de la performance des fonds d'investissement sous gestion et de leurs valeurs nettes d'inventaires. La bonne performance des bourses réalisée depuis l'année passée ainsi que les fortes entrées de nouveaux capitaux dans les fonds d'investissements ont favorisé l'augmentation des frais de gestion et des primes de performance versés aux gestionnaires. Les échanges financiers assurent à eux-seuls 68% du solde total des opérations sur services. La composante voyages continue d'accroître sa contribution à l'excédent total. La croissance des exportations de voyages est imputable en partie aux dépenses réalisées au Luxembourg par les frontaliers.

Du fait d'une augmentation exceptionnelle des importations de services de transports, l'excédent réalisé au niveau de cette composante a diminué de 66 millions d'euros. En faisant abstraction du développement atypique de cette composante pour le premier trimestre 2000, le solde total des services aurait crû de 10%.

## Rémunération des salariés

Cette composante intègre les rémunérations payées à des salariés non-résidents par des

employeurs résidents et à des salariés résidents par des employeurs non-résidents. Il va sans dire que les salaires payés à des frontaliers dépassent de loin ceux reçus par des résidents qui sont essentiellement les employés des institutions européennes domiciliés au Luxembourg. En parallèle à l'augmentation de plus de 10% du nombre de frontaliers enregistré par l'Inspection Générale de la Sécurité Sociale (IGSS), les montants totaux payés à des non-résidents ont augmenté de 96 millions d'euros (+20,8%) par rapport au premier trimestre 1999. Cette forte hausse des rémunérations payées s'explique aussi par l'effet de l'indexation, des augmentations salariales conventionnées ainsi que par l'impact des primes et gratifications.

## Revenus des investissements

Le fort excédent réalisé au niveau de cette composante contribue au maintien du solde des transactions courantes en surplus. Les revenus des investissements ont augmenté par rapport au premier trimestre de l'année passée de 195 millions d'euros (+32,5%). Cet excellent résultat est en ligne avec le développement de la marge sur intérêts des établissements de crédit résidents lors du premier trimestre en cours. En effet, les revenus des investissements sont largement tributaires du secteur bancaire dont la majeure partie des actifs d'investissements est d'origine étrangère.

### 1.2.4 Les finances publiques

#### Accord salarial

Le 29 mai 2000, un nouvel accord salarial a été conclu entre le Gouvernement et la Confédération générale de la fonction publique (CGFP) couvrant les années 2000 et 2001, avec effet rétroactif au 1er janvier. Des estimations détaillées des coûts budgétaires supplémentaires ont été fournies pour la plupart des mesures pour l'année 2000, alors que seul le coût global a été donné pour 2001.

L'estimation de 40,73 millions d'euros concerne la charge budgétaire supplémentaire suite à l'application de l'accord pour le personnel de l'Etat pour 2000. Pour l'année 2001 ce chiffre est estimé à 50,02 millions d'euros. Le coût total supplémentaire pour les années 2000 et 2001 est donc estimé à 90,75 millions d'euros. Cependant il convient de noter que l'accord a aussi des répercussions pour les associations conventionnées par l'Etat ainsi que certaines catégories de personnel des communes et de la Société Nationale des Chemins de Fer Luxembourgeois. Ces répercussions se chiffrent à 11,51 millions d'euros supplémentaires dans le budget 2000.

**Tableau 6**  
**Charge budgétaire supplémentaire des différentes mesures de l'accord salarial pour le budget 2000**

	2000
Augmentations salariales linéaires de 2,5% en 2000 et de 1% en 2001	+23,25
Transformation de toutes les biennales en annales	+7,88
Relèvement de l'indemnité de repas de 3,47 à 5,45 euros par jour	+6,69
Réduction du temps de stage	+1,54
Relèvement de l'indemnité kilométrique à 0,37	+0,77
Relèvement du plafond pour subventions d'intérêt de 0,1 à 0,15 millions d'euros	+0,59
<b>Total</b>	<b>+40,73</b>

Note: indications en millions d'euros

### Présentation du Projet de Budget des dépenses et des recettes pour l'exercice 2001

Le gouvernement a présenté fin juillet 2000 les principales données du projet de budget pour 2001, le premier à être exclusivement libellé en

euro. Sur un total de 5 429,2 millions d'euros de recettes, le projet prévoit des dépenses de 5 425,3 millions d'euros et donc un excédent de 3,9 millions d'euros. Aussi le projet ne prévoit-il pas d'augmentation de la dette publique. Le projet de budget table sur une croissance de 6% pour 2001 et un taux d'inflation de 2,5%, après les 7,5% de croissance du PIB en 1999.

Au niveau des recettes, le gouvernement a procédé à une réévaluation et projette une hausse de 12,76% pour 2001, comparée à une augmentation de 11,55% des dépenses. La croissance des dépenses est donc largement supérieure à la croissance nominale sous-tendant les prévisions. 170 millions d'euros seront imputés à la dotation des fonds spéciaux d'investissement, ce qui constitue une croissance de 35%. Les investissements publics augmentent en 2001 de 16% pour s'élever à 577 millions d'euros.

**Tableau 7**  
**Projet de budget pour 2001 – Tendence globale**

	(en EUR)		
	2000 Budget définitif	2001 Projet de budget	Variation en %
<b>Budget courant</b>			
Recettes	4 786,1	5 395,3	12,73%
Dépenses courantes	4 239,7	4 612,0	8,78%
Excédents	546,4	783,3	
<b>Budget en capital</b>			
Recettes en capital	28,9	33,9	17,30%
Dépenses en capital	623,9	813,3	30,36%
Excédents	-595,0	-779,4	
<b>Budget total</b>			
Recettes totales	4 815,0	5 429,2	12,76%
Dépenses totales	4 863,6	5 425,3	11,55%
Excédents	-48,6	3,9	

Note: Les chiffres de ce tableau sont exprimés en millions d'euros.  
Source: Ministère des Finances

## La réforme fiscale 2002 sera avancée

La réforme fiscale sera en partie, avancée au 1er janvier 2001 pour les particuliers. Elle se déroulera en deux phases pour les particuliers, prenant effet respectivement au 1er janvier 2001 et au 1er janvier 2002. Les détails de cette réforme fiscale ont été spécifiés début septembre 2000. La réforme comportera essentiellement des allègements fiscaux sur toute la largeur tarifaire d'un volume de 247,89 millions d'euros en 2001 et 2002 et, de 384,24 millions d'euros à partir de 2002 par rapport aux prévisions des recettes pour ces deux années. Le revenu minimum exonéré passerait des 6 693 euros actuels à 9 668 euros en 2001 pour les célibataires et de 13 386 euros à 19 336 euros pour un couple marié. Le taux marginal le plus bas fixé actuellement à 6% passera à 14% en 2001 suite à la hausse du revenu minimum exonéré, pour être ramené à 10% à partir du 1er janvier 2002. Le taux marginal le plus élevé passera de 46% à 42% au 1er janvier 2001 et à 38% en 2002.

Les allègements fiscaux pour les entreprises entreront en vigueur, comme prévu, en 2002. Le gouvernement projette, en 2002, d'analyser en profondeur l'assiette d'imposition afin de baisser la charge fiscale de 37,49% actuellement à 30%. Ce dernier chiffre est nettement en dessous du chiffre de 35% cité dans la déclaration gouvernementale.

## Appréciation

Dans son avis du 13 mars 2000 relatif au programme de stabilité actualisé du Luxembourg pour la période 1999-2003 (2000/C 111/02) le conseil de l'Union Européenne a formulé l'opinion suivante:

«Le Conseil invite le gouvernement à se préparer à donner une orientation plus restrictive à sa politique budgétaire en cas de risques de tensions inflationnistes, en raison notamment des taux élevés de croissance économique enregistrés actuellement et qui devraient se maintenir à l'avenir».

Selon la Commission Européenne, l'opportunité d'une décision de baisse des impôts doit s'articuler autour de quatre critères:

1. l'accomplissement de la condition du Pacte de Stabilité et de croissance (PSC) d'un budget des Administrations publiques en équilibre ou en surplus;
2. les facteurs cycliques, à savoir la pression inflationniste et les perspectives de croissance;
3. le niveau de la dette publique et la viabilité des finances publiques;
4. les baisses d'impôts doivent faire partie d'un paquet global de réformes économiques.

**Tableau 8 Recettes et dépenses des Administrations publiques (en pourcentage du PIB)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Recettes</b>	<b>48,2</b>	<b>46,3</b>	<b>47,5</b>	<b>50,5</b>	<b>48,8</b>	<b>47,3</b>	<b>48,1</b>	<b>46,8</b>	<b>46,5</b>	<b>46,2</b>
Impôts sur le revenu des personnes physiques ou des ménages	10,3	8,8	8,5	8,9	8,5	8,6	8,9	8,6	7,9	8,0
Impôts sur le revenu ou les bénéfices des sociétés	5,5	5,7	6,8	9,4	8,7	8,0	8,5	7,8	8,2	7,3
Impôts sur la production et les importations	12,2	12,3	12,1	13,4	13,3	12,6	12,9	13,3	13,4	14,1
Cotisations sociales	12,5	12,5	12,9	12,8	12,4	12,4	12,3	11,8	11,6	11,8
<b>Dépenses</b>	<b>43,6</b>	<b>44,8</b>	<b>45,1</b>	<b>45,7</b>	<b>44,4</b>	<b>45,1</b>	<b>45,5</b>	<b>43,3</b>	<b>43,3</b>	<b>43,9</b>
<b>Capacité/besoin de financement</b>	<b>4,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>
<i>Etat</i>	2,3	-0,2	0,1	2,8	2,1	0,3	1,0	2,1	1,4	0,9
<i>Administrations locales</i>	-0,2	0,0	-0,2	0,4	0,7	0,5	0,7	0,5	0,4	0,1
<i>Sécurité sociale</i>	2,5	1,7	2,5	1,7	1,6	1,5	1,0	1,0	1,5	1,3

Source: STATEC

Alors que les surplus de la sécurité sociale ont apporté au résultat des Administrations publiques des fonds à concurrence de 1% du PIB en moyenne, le solde de l'Etat était en général équilibré et suivait l'évolution de l'activité économique. Le critère du déficit est donc certainement respecté. Il en est de même en ce qui concerne le niveau de la dette publique. Le gouvernement a suivi une politique très prudente en gardant le taux d'endettement largement en dessous des 10% du PIB.

En ce qui concerne le contexte économique actuel, il est certes vrai qu'il n'existe jusqu'à présent pas d'analyse et d'indicateur fiable sur la position cyclique de l'économie luxembourgeoise qui permette d'appréhender le solde budgétaire épuré de composante cyclique. Le Fonds Monétaire International (FMI) a noté lors des discussions dans le cadre de la consultation Article IV 2000, que les fluctuations des taux de croissance réelle ont connu avec des cycles de un à deux ans des fréquences plus élevées que les fréquences cycliques traditionnelles (trois à six ans). Cependant, il est difficile de percevoir dans l'évolution conjoncturelle actuelle des signes du ralentissement économique: l'essor considérable de l'emploi, les progressions des activités financières, commerciales et industrielles, ces dernières connaissant avec un degré d'utilisation de la capacité de production dans l'industrie de 89%, le niveau le plus élevé des dix dernières années, indiquent nettement que l'activité économique ne manque pas de pulsion. Dès lors, la question de l'opportunité du moment actuel pour procéder à des allègements fiscaux considérables se doit d'être posée, ceci d'autant plus que le Luxembourg se démarque déjà de ses partenaires européens par des taux d'inflation en nette progression. Si les canaux de transmission d'un accroissement du revenu disponible sur la consommation, l'épargne et l'investissement méritent certes une analyse plus détaillée, il est diffi-

le de supposer que, vue l'activité économique bouillante, ce plus de revenu n'aurait pas d'impact sur l'évolution des prix. Compte tenu de l'évolution conjoncturelle actuelle, concernant tant la croissance économique et la hausse de l'inflation, l'on peut s'interroger s'il n'eut pas été plus judicieux d'axer les réformes fiscales sur un élargissement de l'offre domestique, plutôt que sur un élargissement de la demande.

Cette problématique de l'opportunité du moment actuel pour procéder à des allègements fiscaux, si elle se pose au Luxembourg, se pose aussi de manière plus générale en Europe où la politique fiscale est en passe de devenir nettement procyclique. En effet la réforme fiscale ne saurait être séparée du contexte concurrentiel international et des annonces de réductions d'impôts dans les pays voisins.

Ceci étant, il faut espérer que les réductions d'impôts des ménages ainsi que les tranches d'indexation passées et à venir seront prises en compte lors des négociations salariales afin de contenir la poussée des coûts de production.

L'argument qu'une réduction des impôts doit être accompagnée d'une réduction des dépenses est souvent avancé afin d'éviter un élargissement du déficit, qui couplé à l'effet expansif de la politique fiscale crée des pressions inflationnistes. Les administrations publiques luxembourgeoises ont régulièrement généré des surplus ces dernières années. Néanmoins, l'importance de l'Etat dans l'économie luxembourgeoise ne s'en est pas vue diminuée.

Les dépenses des Administrations publiques étaient en moyenne de 44,5% du PIB durant les années 90. C'est-à-dire que la croissance des dépenses était en moyenne légèrement supérieure à la croissance moyenne du PIB à prix courants. Pareillement la croissance envisagée des dépenses de l'Etat (+11,55%) ne saurait être décrite

comme modérée, contrairement aux intentions faites dans les cadres de la déclaration gouvernementale et du programme de stabilité actualisé.

La structure du budget est également régulièrement caractérisée de rigide en soulignant que les deux tiers des dépenses courantes du budget de l'Etat sont liées, par le biais de l'échelle mobile des salaires, à l'évolution de l'indice des prix à la

consommation. La conclusion s'impose, à savoir que les variations des dépenses sont très largement tributaires de l'évolution de cet indicateur et échappent dans la même mesure à toute mesure de compression directe. Dans le contexte actuel d'évolution des prix, l'évolution des dépenses budgétaires devrait être surveillée avec une vigilance accrue.