

# Chapitre 1

---

LA SITUATION ECONOMIQUE  
ET FINANCIERE

1.1	La situation économique au Luxembourg	12
1.1.1	Les finances publiques	12
1.1.2	L'évolution des prix et des coûts	17
1.1.2.1	Prix à la consommation	17
1.1.2.2	Prix à la production industrielle et construction	22
1.1.3	Industrie	22
1.1.4	Construction	23
1.1.5	Commerce	24
1.1.6	Perspectives macro-économiques pour le Luxembourg	28
1.1.7	Marché du travail	29
1.1.8	Le secteur financier	33
1.1.8.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	33
1.1.8.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	33
1.1.8.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	33
1.1.8.4	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	35
1.1.8.5	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	37
1.1.9	Le commerce extérieur	39
1.1.10	La balance des paiements courants	40
1.1.10.1	Hausse substantielle de l'excédent du compte courant	40
1.1.10.2	Léger déficit dans le compte de capital	41
1.1.10.3	Compte financier	41
1.2	La situation économique dans la zone euro	45
1.2.1	Les taux d'intérêt à court terme	45
1.2.2	Les rendements des titres publics à long terme	46
1.2.3	Les marchés boursiers	47
1.2.4	Le taux de change de l'euro	48
1.2.5	L'évolution des prix et des coûts	48
1.2.5.1	Prix à la consommation	48
1.2.5.2	Prix à la production industrielle	50
1.2.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	50
1.2.7	Le commerce extérieur	53
1.2.8	La balance des paiements	54

## 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

---

### 1.1.1 Les finances publiques

Le projet de budget présenté par le Gouvernement le 30 juillet dernier se caractérise par une hausse soutenue des recettes et dépenses par rapport au budget définitif de 2002. Par ailleurs, le budget se solderait par un léger excédent de 2,9 millions d'euros en 2003, alors que le budget définitif de 2002 accuse un déficit de 25 millions d'euros. L'excédent prévu pour 2003 paraît cependant fragile dans un contexte financier devenu plus incertain. Comme l'indique l'analyse publiée dans le présent bulletin (voir l'encadré ci-joint), les répercussions sur la situation budgétaire de l'Etat d'un fléchissement de l'activité financière sont en effet significatives.

Il s'impose pourtant de veiller à l'existence de marges de manœuvre suffisantes dans un environnement caractérisé par la mise en œuvre de nombre de projets nouveaux, susceptibles de grever les soldes budgétaires des prochains exercices. Trois de ces projets ont été adoptés par la Chambre des Députés en juillet. Une première disposition vise à stimuler l'offre de logements. Elle introduit à cet effet divers allègements fiscaux, de même qu'un crédit d'impôt sur les droits d'enregistrement. Par ailleurs, les remboursements de TVA

seront accélérés dans certaines circonstances particulières. Le deuxième projet se rapporte à l'extension de l'aérogare de Luxembourg. Cette mesure devrait au total coûter plus de 300 millions d'euros, qui se répartiront sur plusieurs exercices et ne seront pas intégralement financés par l'Etat. Enfin, la Chambre des Députés a entériné l'accord salarial dans la fonction publique, qui se traduira par un accroissement des traitements à concurrence d'1,6% par an en 2002, 2003 et 2004.

Il est d'autant plus nécessaire de veiller à l'équilibre des budgets de l'Etat que d'autres sous-secteurs des pouvoirs publics sont également confrontés à divers défis, et ne sont de ce fait pas en mesure de compenser d'éventuels déficits de l'Etat. Ainsi, la sécurité sociale doit être en mesure de constituer des réserves suffisantes, qui lui permettront de faire face au vieillissement de la population dans un contexte également marqué par l'adoption, en juin par la Chambre, de mesures visant à rehausser les pensions. Ces mesures, qui avaient été élaborées à l'occasion de la table ronde sur les pensions, devraient dans un premier temps se traduire par un accroissement des pensions à raison de 0,6% du PIB.

## Première évaluation du projet de budget 2003 et impact d'un fléchissement des marchés financiers sur les recettes de l'Etat

Le Gouvernement a communiqué, le 30 juillet 2002, les chiffres clefs de son projet de budget pour l'année 2003, de même que les données du budget définitif de 2002. Par rapport au budget initial de 2002, ce dernier laisse apparaître une augmentation des dépenses de 0,6%. Les recettes demeurant inchangées, il en résulte un déficit de 25 millions d'euros, qui équivaut à 0,1% du PIB alors que le budget initial tablait sur un excédent de 9 millions d'euros. Le budget 2003 renouerait cependant avec un léger surplus, de 2,9 millions d'euros. L'accroissement des dépenses, de 7,7% par rapport au budget définitif 2002, serait en effet inférieur à la progression des recettes totales, soit 8,2%.

Tableau 1 *Aperçu du projet de budget 2003 de l'Etat central*

*en millions d'euros, sauf mention contraire*

	<i>Projet de budget 2002</i>	<i>Budget définitif 2002</i>	<i>Projet de budget 2003</i>	<i>Croissance nominale<sup>1</sup></i>
<b>Recettes</b>	<b>5977,2</b>	<b>5977,2</b>	<b>6468,7</b>	<b>8,2%</b>
Recettes courantes	5941,4	5935,2	6424,3	8,2%
Recettes en capital	35,9	42,0	44,4	5,7%
<b>Dépenses</b>	<b>5968,2</b>	<b>6002,5</b>	<b>6465,8</b>	<b>7,7%</b>
Dépenses courantes	5122,9	5149,5	5566,5	8,1%
Dépenses en capital	845,3	853,0	899,3	5,4%
<b>Solde</b>	<b>9,2</b>	<b>-25,3</b>	<b>2,9</b>	

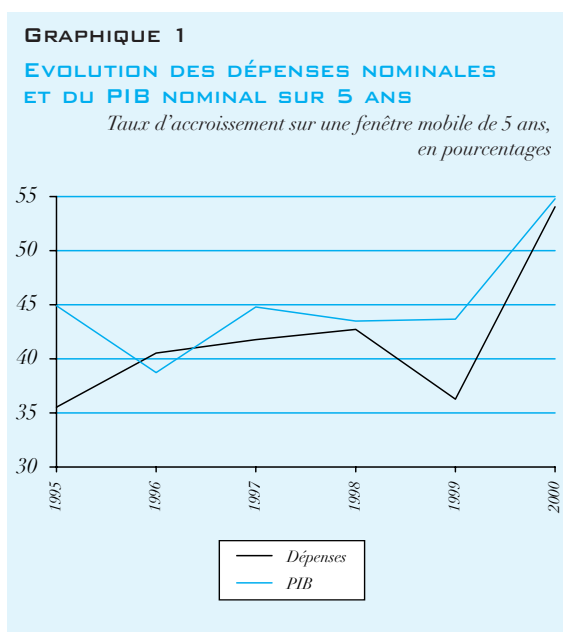
(1) Par rapport au budget définitif de 2002

Un examen approfondi du projet de budget 2003 ne pourra être mené à bien que dans le sillage du dépôt du texte complet à la Chambre des Députés, le 12 septembre 2002. Cependant, divers aspects du projet tel qu'il a été présenté par le Gouvernement peuvent d'ores et déjà être commentés.

### 1. Evolution des dépenses de l'Etat

Une des lignes de force de l'accord de coalition d'août 1999, encore rappelée dans la dernière actualisation du programme de stabilité luxembourgeois, souligne la nécessité de veiller «à ce que la progression des dépenses de l'Etat ne dépasse pas, à moyen terme, les limites de la croissance économique». Cette norme doit s'interpréter sur un horizon de moyen terme, de l'ordre de 4 ou 5 ans. Le graphique ci-joint, qui a été établi sur la base des données budgétaires issues des comptes généraux, révèle que cet engagement a peu ou prou été respecté entre 1990 et 2000, du moins sur des périodes successives de 5 ans appréhendées en glissements annuels. Exception faite de la période s'étendant de 1992 à 1996, le taux nominal d'accroissement sur 5 ans des dépenses de l'Etat a été en deçà de l'augmentation du PIB, cette dernière étant évidemment calculée de façon similaire. Un resserrement de cet écart s'est cependant manifesté en 2000 en dépit d'une forte croissance du PIB.

Cette comparaison ne peut être effectuée en toute rigueur pour les années les plus récentes, les comptes généraux afférents n'étant pas encore disponibles. Un calcul similaire, basé sur les projets de budget, révèle cependant que l'inflexion observée en 2000 est susceptible de se renforcer au cours des années ultérieures. Les dépenses totales prévues par le Gouvernement pour l'année 2003 progressent en effet de 37%, en termes nominaux, par rapport au montant correspondant du projet de budget 2000, alors que le PIB s'accroîtrait de 17% au cours de la même période de trois ans. Ce constat ne change pas lorsque le projet de budget 2001 est adopté comme référence. Les dépenses progresseraient alors de 19% sur deux ans, tandis que le PIB nominal connaîtrait une hausse de l'ordre de 12%.



Sources: STATEC, Inspection Générale des Finances

Dépenses 1990-2000: comptes généraux. Comme les comptes généraux ne sont pas disponibles pour les années les plus récentes, ces dernières ne figurent pas au graphique.

Si les dépenses totales progressent de façon soutenue, il semble cependant que leur composition tende à s'améliorer, comme l'atteste par exemple une progression des investissements publics de 27% en 2003. Ces derniers se monteraient ainsi à 873 millions d'euros. Pour l'essentiel, ils seront canalisés par les fonds d'investissements. Or, il se pourrait que ces fonds n'affectent à des dépenses d'investissement effectives qu'une partie de leurs dotations additionnelles. Dans ce cas, les réserves des fonds enregistreraient une nouvelle progression, ce qui limiterait dans l'immédiat les retombées favorables des nouvelles dotations budgétaires pour les infrastructures publiques.

## 2. Evolution des recettes dans un environnement plus incertain

Les principales hypothèses sous-jacentes au projet de budget tel qu'il a été présenté sont une inflation de 2% et une croissance réelle du PIB de 5%. Cette dernière hypothèse peut paraître pragmatique à l'aune des prévisions de croissance pour 2003 publiées par le STATEC et la Commission européenne, qui se réfèrent à des taux de 6 et de 5,2%, respectivement. Cependant, si le manque de dynamisme de la conjoncture devait se prolonger, cette hypothèse de croissance pourrait rapidement s'avérer optimiste.

En dépit de cette estimation de croissance égale à 5%, les recettes nominales de l'Etat s'accroîtraient de 8,2% en 2003, ce qui équivaut à environ 6% en termes réels. L'élasticité des recettes au PIB serait nettement supérieure à l'unité, ce qui paraît élevé compte tenu, notamment, des effets différés de l'abaissement de 30 (en 1998) à 22% de l'impôt sur le revenu des collectivités. Bien que mise en œuvre en 2002, cette réforme va en effet également amoindrir les recettes collectées en 2003, du fait des traditionnels effets de retard dans la perception de l'impôt sur le revenu des collectivités. Une élasticité supérieure à l'unité pourrait certes s'expliquer par des rentrées exceptionnelles dues, par exemple, à l'accélération de la perception de certains arriérés d'impôts, mais du fait de leur caractère non récurrent, ces rentrées ne contribueraient nullement à assurer la soutenabilité à terme de la politique budgétaire.

Une estimation prudente des recettes s'impose d'autant plus que l'économie luxembourgeoise dépend dans une large mesure du secteur financier. Ainsi, une étude publiée par le Comité de Développement de la Place Financière (CODEPLAFI) a révélé que, considéré dans son ensemble, ce secteur représentait près d'un tiers des recettes fiscales de l'Etat en 2000, compte non tenu des effets d'entraînement exercés sur le reste de l'économie. L'impôt sur les bénéfices constitue la principale recette en provenance du secteur financier, puisqu'il alimente 18% des recettes fiscales totales de l'Etat. La taxe d'abonnement supportée par les OPC et l'impôt sur les salaires et traitements des employés du secteur financier constituent deux autres importantes sources de revenus, comme l'atteste le tableau ci-joint.

**Tableau 2 Contribution du secteur financier aux recettes de l'Etat central**

	<i>Impôts sur les bénéfices</i>	<i>Impôts sur les salaires et traitements</i>	<i>Taxe d'abonnement</i>	<i>Total'</i>
<i>En pourcentage des recettes fiscales de l'Etat central</i>				
Ensemble du secteur	18,0	6,0	7,0	32,3
dont banques	11,2	4,0	0,0	16,6
<i>En pourcentage du PIB</i>				
Ensemble du secteur	5,6	1,9	2,2	10,1
dont banques	3,5	1,2	0,0	5,2

(1) Le total tient compte d'autres recettes que les trois impôts repris au tableau.

Sources : STATEC, CODEPLAFI (Etude d'impact de l'industrie financière sur l'économie luxembourgeoise, version 2000).

Un ralentissement de l'activité du secteur financier, qui se concrétiserait par exemple par un fléchissement de la rentabilité et une diminution des cours de bourse, pourrait dès lors significativement affecter le budget de l'Etat. La BCL a procédé à trois simulations afin de mieux appréhender l'ordre de grandeur des effets potentiels. Il ne s'agit nullement de prévisions, qui seraient de toute manière entachées d'imprécisions du fait, notamment, de la forte volatilité des cours boursiers. Par ailleurs, ces simulations se rapportent aux banques, aux OPC, aux compagnies d'assurance et aux professionnels du secteur financier (PSF). Une note publiée par le CODEPLAFI constitue le soubassement de ces études d'incidence.

La réalisation simultanée de ces trois scénarios se traduirait par des moins-values fiscales à raison de près d'1% du PIB, soit environ 2,5% des rentrées fiscales de l'Etat central.

#### **Première simulation: incidence d'une réduction des bénéfices bruts des établissements financiers**

Une première simulation consiste à calculer l'impact à moyen terme d'une dégrèvement de 10% du résultat avant impôts des établissements de crédit luxembourgeois. Les impôts sur les bénéfices payés par les banques luxembourgeoises se monteraient à 3,5% du PIB. Une réduction du résultat brut de 10% se traduirait par conséquent par une moins-value fiscale de l'ordre de  $3,5 \times 0,10 = 0,35\%$  du PIB. La réforme de l'impôt des collectivités adoptée en décembre 2001 devrait cependant atténuer le choc à raison d'un peu plus de 25%, du fait de l'abaissement des taux d'imposition. L'impact probable sur le budget de l'Etat serait dès lors ramené à 0,26% du PIB. L'incidence serait plus défavorable si les OPC, les compagnies d'assurance et les professionnels du secteur financier subissaient également une réduction de 10% de leurs résultats bruts. Dans cette hypothèse, le solde budgétaire de l'Etat se détériorerait, au total, à raison de 0,42% du PIB.

#### **Seconde simulation: impact d'un ralentissement de la croissance de l'emploi**

L'emploi dans l'ensemble du secteur financier semble avoir stagné au cours du premier semestre de 2002. La seconde simulation consiste à calculer la moins-value fiscale associée à une hypothétique poursuite de la stagnation de l'emploi au second semestre 2002 et en 2003, en prenant comme base de comparaison un scénario où l'emploi aurait continué à s'accroître à un rythme de 3%, tant en 2002 qu'en 2003.

Les impôts sur les salaires et traitements des employés du secteur financier dans son ensemble se montaient à 1,9% du PIB en 2000. Une stagnation de l'emploi en 2002 devrait par conséquent engendrer une moins-value fiscale de  $1,9 \times 0,03 = 0,06\%$  du PIB en 2002 et le double, soit 0,12%, en 2003. Ces calculs supposent que le salaire net moyen par employé demeure inchangé. Par ailleurs, ils ne prennent pas en compte les moins-values en cotisations sociales, qui n'affectent pas directement le budget de l'Etat.

#### **Troisième simulation: impact sur la taxe d'abonnement**

La troisième simulation revient à supposer que les cours boursiers se réduisent, en moyenne, de 25%. A partir de données publiées par la CSSF, la part des OPC en actions dans les recettes de la taxe d'abonnement a pu être estimée à 40%. Un déclin des cours de bourse à raison de 25% devrait donc se traduire par une diminution des recettes fiscales de l'ordre de  $2,2 \times 0,40 \times 0,25 = 0,22\%$  du PIB, où 2,2% est le ratio de la taxe d'abonnement au PIB. Il devrait s'y ajouter l'impact d'une modification du comportement de placement des investisseurs. Echaudés par la baisse des cours, ces derniers pourraient en effet s'orienter davantage vers des placements alternatifs, avec à la clef une réduction des investissements nets en parts d'OPC. Une telle évolution viendrait encore renforcer la diminution de la valeur d'inventaire et, partant, le déclin des recettes perçues par l'Etat au titre de la taxe d'abonnement.

A l'inverse, un accroissement du cours des obligations pourrait compenser dans une certaine mesure l'incidence de la baisse des cours boursiers, car une telle évolution conforterait la valeur nette d'inventaire des OPC d'obligations et le produit afférent de la taxe d'abonnement.

### **3. Conclusion**

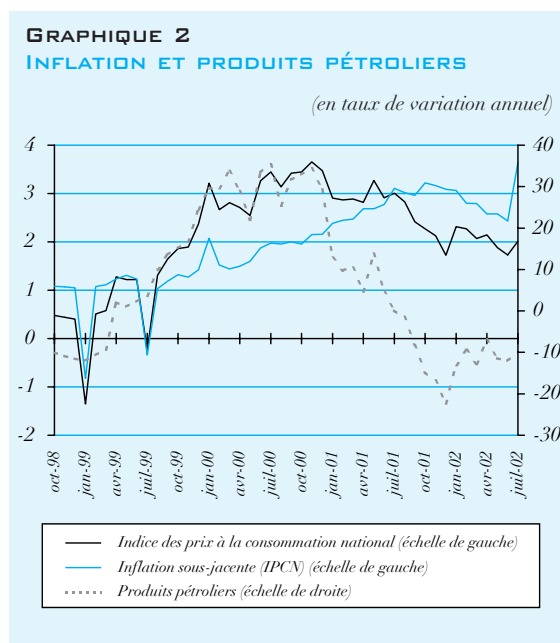
En dépit d'un taux de croissance prévu limité à 5% et de l'impact différé de la réforme fiscale, les recettes de l'Etat s'accroîtraient à un rythme soutenu en 2003 selon les estimations gouvernementales. Ces prévisions de recettes pourraient s'avérer trop optimistes dans un contexte financier devenu plus incertain. Diverses simulations commentées ci-dessus révèlent qu'un maintien des bénéfices des établissements financiers au niveau assez bas observé au cours du premier semestre ou encore une stagnation des cours boursiers et de l'emploi dans le secteur financier pourraient donner lieu à de significatives moins-values fiscales pour l'Etat, qui se monteraient au total à près d'1% du PIB. Il semble que ces moins-values potentielles ne soient que partiellement prises en compte dans le projet de budget. Des recettes exceptionnelles liées, par exemple, à l'accélération des importants arriérés d'impôts dont sont redevables les établissements de crédit pourraient certes expliquer une forte augmentation des recettes, mais du fait de leur caractère non récurrent, ces rentrées supplémentaires ne contribueraient nullement à assurer la soutenabilité à terme de la politique budgétaire.

La croissance élevée des dépenses, qui se monterait à 7,7% par rapport au budget définitif de 2002, contribuerait également à restreindre la marge de manœuvre budgétaire de l'Etat, d'autant qu'elle excéderait la croissance nominale du PIB. Un déficit budgétaire pourrait aisément survenir dans de telles circonstances, d'autant que l'excédent budgétaire prévu au projet de budget 2003 se limiterait à 2,9 millions d'euros.

## 1.1.2 L'évolution des prix et des coûts

### 1.1.2.1 Prix à la consommation

L'inflation au Luxembourg, mesurée par les variations annuelles de l'indice (global) des prix à la consommation national (IPCN), s'est inscrite en baisse au cours du premier semestre de l'année 2002 en passant de 2,3% en janvier à 1,7% en juin. La remontée du taux annuel à 2,0% en juillet 2002 s'explique essentiellement par une moindre ampleur des soldes de juillet 2002 par rapport à ceux de juillet 2001, ainsi que par l'impact de la tranche indiciaire de juin 2002 sur les prix de certains services particulièrement sensibles à l'indexation automatique. Rappelons que l'IPCN a affiché des progressions de respectivement 3,2% et 2,7% en moyenne annuelle en 2000 et 2001.



Source: STATEC

L'inflation sous-jacente<sup>1</sup> sur base annuelle, tout comme l'indice global, a connu un fléchissement au cours des six premiers mois de l'année 2002, en passant de 3,1% en janvier à 2,4% en juin, pour remonter ensuite à 3,6% en juillet 2002. A l'instar de l'évolution de l'indice global au mois de juillet 2002, cette toute récente hausse de l'inflation sous-jacente s'explique par l'impact plus modeste des soldes ainsi que par celui de la dernière tranche indiciaire.

La progression en glissement annuel des prix des services s'est quelque peu ralentie au cours des sept premiers mois, en passant de 4,2% entre octobre et décembre 2001 à 3,5% en janvier, à 3,1% en juin pour remonter ensuite à 3,3% en juillet 2002. Cette légère hausse du taux de progression annuel entre juin et juillet 2002 est, entre autres, attribuable à l'indexation automatique du mois de juin 2002. A noter dans ce contexte que le rythme de progression mensuel des prix des services en juillet 2002 a été assez prononcé avec 0,5%.

Le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires, a diminué progressivement de 5,6% en janvier à 4,1% en juillet 2002. Ce fléchissement est essentiellement le reflet de la dissipation progressive des tensions sur les prix des légumes, elles-mêmes liées aux conditions météorologiques défavorables au début de l'année 2002.

Les produits pétroliers ont eu un impact modérateur sur le rythme de progression annuel de l'inflation, ainsi qu'en témoignent les taux de variation annuels négatifs au cours des sept premiers mois de l'année en cours (ceux-ci ont varié entre -7,0% et -13,0% pendant cette période). A noter cependant que les prix des produits pétroliers ont été caractérisés par une certaine volatilité au cours des sept premiers mois de l'année en cours. En effet, ces prix ont affiché des taux de progression

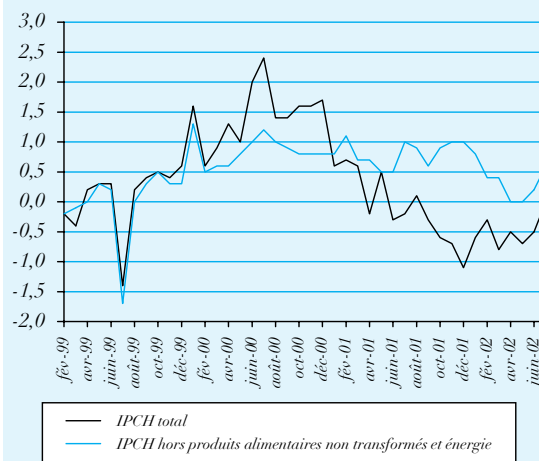
<sup>1</sup> Le Statec établit la série en question en excluant de l'indice national global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao, le chocolat en poudre, le gaz de ville, le gaz naturel, le gaz liquéfié, les combustibles liquides, les combustibles solides, le gas-oil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.



mensuels positifs au cours des mois de février, avril et mai 2002 alors que la contribution des produits pétroliers a été baissière pendant les mois de janvier, mars, juin et juillet 2002. Il y a lieu de noter que les prix des produits pétroliers ont augmenté de quelque 5,5% entre janvier et juillet 2002.

La comparaison des taux de progression annuels de l'IPCH global<sup>2</sup> du Luxembourg avec les observations correspondantes de la zone euro permet de conclure que le différentiel, bien que restant tout à fait satisfaisant (voir les valeurs négatives ou zéro sur le graphique illustrant le différentiel de l'inflation) s'est légèrement détérioré au cours des sept premiers mois de l'année 2002, pour afficher une valeur de zéro en juillet 2002. Le différentiel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie demeure légèrement en défaveur du Luxembourg.

**GRAPHIQUE 3**  
DIFFÉRENTIEL DE L'INFLATION ANNUELLE  
ENTRE LE LUXEMBOURG ET LA ZONE EURO



Source: Eurostat, calculs BCL

### L'impact du basculement à l'euro fiduciaire sur l'inflation

La BCL et le STATEC ont mené une étude conjointe, dont l'objectif est la quantification des mouvements de prix qui sont directement liés au basculement vers l'euro fiduciaire et en négligeant tous les autres facteurs. Cette étude conclut que la borne supérieure de l'effet cumulé du passage vers l'euro fiduciaire entre janvier 2001 et mai 2002 est égale à 0,42 point de pourcentage pour l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), et à 0,36 point de pourcentage pour l'indice des prix à la consommation national (IPCN)<sup>3</sup>.

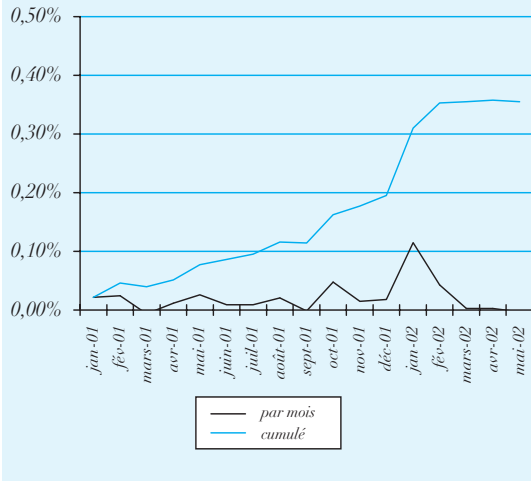
Les mouvements de prix directement liés au basculement vers l'euro fiduciaire étant extrêmement difficiles à isoler empiriquement de l'évolution générale de l'inflation, l'estimation de l'effet de l'introduction de l'euro s'est basée sur les changements de prix intervenus à l'occasion de la conversion des prix attractifs affichés en LUF, en prix attractifs en euros. Aussi toutes les variations des prix attractifs ainsi observées ont été attribuées à la conversion. Cette méthodologie donne des résultats correspondant à la borne supérieure de l'effet. L'effet «réel» de la conversion est a priori inférieur au résultat obtenu, étant donné que celui-ci inclut probablement certains mouvements de prix qui sont à attribuer à d'autres facteurs qu'au basculement vers l'euro. A noter que l'analyse est basée sur l'observation de plus de 7000 prix individuels, relevés par le STATEC sur base mensuelle pour le calcul de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) et que la période d'observation s'étend d'octobre 2000 à mai 2002.

Les graphiques 4 et 5 ainsi que le tableau 3 illustrent par mois l'impact du basculement sur l'IPCH et l'IPCN.

<sup>2</sup> L'IPCH met l'accent, entre autres, sur la comparabilité entre les indices des différents pays. Il a donc été utilisé dans le cadre des comparaisons internationales comprises dans le présent bulletin. A noter que l'IPCH est utilisé comme référence dans la politique monétaire de l'Eurosystème.

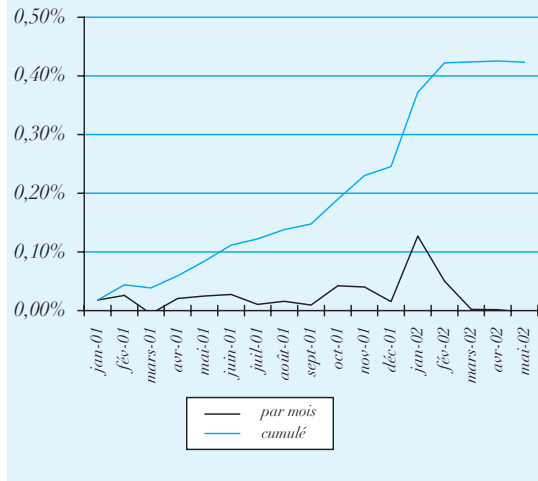
<sup>3</sup> Ces résultats ont déjà fait l'objet d'une publication par le biais d'un communiqué de presse commun du Statec et de la BCL en date du 31 juillet 2002.

**GRAPHIQUE 4**  
L'EFFET DU BASCULEMENT VERS L'EURO FIDUCIAIRE SUR L'IPCN



Source: BCL et STATEC

**GRAPHIQUE 5**  
L'EFFET DU BASCULEMENT VERS L'EURO FIDUCIAIRE SUR L'IPCH



Source: BCL et STATEC

**Tableau 3 Effets du basculement vers l'euro fiduciaire par mois**

	Jan. 2001	Fév. 2001	Mars 2001	Avr. 2001	Mai 2001	Juin 2001	Juil. 2001	Août 2001	Sept. 2001	Oct. 2001	Nov. 2001	Déc. 2001	Jan. 2002	Fév. 2002	Mars 2002	Avr. 2002	Mai 2002
IPCH	0,02	0,03	-0,01	0,02	0,03	0,03	0,01	0,02	0,01	0,04	0,04	0,02	0,13	0,05	0,00	0,00	-0,00
ICPN	0,02	0,02	-0,01	0,01	0,03	0,01	0,01	0,02	-0,00	0,05	0,02	0,02	0,12	0,04	0,00	0,00	-0,00

Source: BCL et STATEC

Les effets cumulés du basculement vers l'euro, selon les principales divisions de l'indice, sont indiqués au tableau 4. La catégorie «Produits alimentaires et boissons non alcoolisées» contribue à hauteur de 0,09% à l'effet euro dans l'IPCH et à 0,11 % à l'effet euro dans l'IPCN, alors que le sous-indice «Boissons alcoolisées et tabac» contribue respectivement à concurrence de 0,08% et 0,01 %. La grande différence entre IPCH et IPCN s'explique par la différence de la pondération des produits de tabac, qui est plus de cinq fois plus importante dans l'IPCH que dans l'IPCN. Les divisions «Hôtels, cafés et restaurants» et «Loisirs, spectacles et culture» représentent les deux autres catégories pour lesquelles les changements des prix dus au basculement vers l'euro contribuent de manière significative à l'effet cumulé total.

**Tableau 4 Effet cumulé par division de l'IPCH et de l'IPCN**

<i>Division</i>	<i>Contribution à IPCH en %</i>	<i>Contribution à IPCN en %</i>
1 Produits alimentaires et boissons non alcoolisées	0,09%	0,11%
2 Boissons alcoolisées et tabac	0,08%	0,01%
3 Articles d'habillement et chaussures	0,01%	0,01%
4 Logement, eau, électricité et combustibles	0,01%	0,01%
5 Ameublement, équipement de ménage et entretien	0,01%	0,01%
6 Santé	0,00%	0,00%
7 Transports	0,00%	0,01%
8 Communications	-0,01%	-0,02%
9 Loisirs, spectacles et culture	0,09%	0,10%
10 Enseignement	0,00%	0,00%
11 Hôtels, cafés, restaurants	0,12%	0,09%
12 Biens et services divers	0,02%	0,02%
<b>Total</b>	<b>0,42%</b>	<b>0,36%</b>

Source: BCL et STATEC

### Prévisions d'inflation

L'inflation a connu au cours des derniers mois une évolution légèrement moins favorable qu'anticipé dans notre Bulletin 2002/1. D'une part, les prix de l'énergie ont certes connu un développement plus favorable en raison du prix du pétrole en euros inférieur aux hypothèses pour les mois de mai à juillet 2002. Mais d'autre part, l'inflation globale excluant les prix de l'énergie a été légèrement sous-estimée. Globalement, le scénario de l'inflation demeure cependant intacte sur un horizon de prévision allant jusqu'à la mi-2003.

#### Hypothèses

Nos prévisions d'inflation sont généralement scindées en deux, à savoir des projections pour le sous-indice

énergie ainsi que des projections pour l'inflation globale excluant les produits énergétiques.

En ce qui concerne les produits pétroliers, les hypothèses sous-jacentes suivent le schéma habituel, en l'occurrence un taux de change euro/dollar constant sur l'horizon de prévision et un profil pour le prix du pétrole en dollar identique à celui observé sur les marchés à terme. Vers la mi-août, l'euro cotait aux environs de 0,98\$/€, soit une appréciation de l'ordre de 8,2% par rapport au taux moyen de 2001. Simultanément, le prix du Brent en dollar s'est établi marginalement au-dessus des 25\$ et les marchés à terme anticipaient une baisse graduelle de ce prix légèrement en dessous des 23\$ en juin 2003. Le détail des hypothèses est repris dans le tableau suivant.

**Tableau 5 Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation**

	2001	2002	02-Q2	02-Q3	02-Q4	03-Q1	03-Q2
Prix du pétrole en \$	24,4	24,2	25,2	25,4	25,0	24,5	24,0
Taux de change \$/€	0,9	0,94	0,92	0,98	0,98	0,98	0,98
Prix du pétrole en euro (en % de var. ann.)	-11,5	-5,5	-11,9	-8,7	18,5	4,1	-10,6

Source: BCL

Les autres composantes de l'indice des prix à la consommation devraient connaître une évolution qui est fonction de l'inflation importée, de l'évolution de salaires, des pressions de la demande ainsi que de certains facteurs spécifiques. La récente appréciation de l'euro par rapport au dollar devrait alors exercer un impact modérateur sur l'inflation importée. Bien que la majorité de nos biens de consommation soit importée des pays voisins – réduisant d'autant l'impact direct du taux de change – celui-ci se transmettrait alors plutôt via la chaîne de production des pays voisins et via des coûts de production plus faibles. Le fait que la reprise conjoncturelle dans la zone euro et au Luxembourg se fait encore largement attendre a également donné lieu à une quasi-absence de pressions inflationnistes de la demande. L'impact de l'indexation automatique des salaires sur les prix des services se réalisera normalement dans la deuxième moitié de l'année courante et la hausse récente du prix du tabac aura également un

impact non négligeable sur les prix à la consommation. En ce qui concerne les biens alimentaires non traités, le moment et l'étendue de la détente de ces prix demeurent incertains. En effet, les prix de la viande n'ont pas diminué suite à leur mouvement haussier survenu lors des crises de l'ESB et de l'épizootie de fièvre aphteuse. De plus, les prix des fruits saisonniers devraient connaître une modération en 2003 si les conditions climatiques désastreuses de la fin 2001 et du début 2002 dans les pays méditerranéens ne se reproduisent pas en 2003.

#### Résultats

Globalement, l'évolution de l'inflation serait stable au cours des prochains mois, et l'IPCN s'élèverait à des taux légèrement supérieurs à 2% jusqu'au premier trimestre 2003 pour tomber ensuite en dessous de cette barre en raison d'effets de base favorables liés au prix de l'énergie. Une indexation automatique des salaires serait reportée à la deuxième moitié de l'année prochaine.

**Tableau 6 Prévisions d'inflation**

*(en taux de variation annuel)*

	2001	2002	2002/1 <sup>er</sup> sem	2002/2 <sup>e</sup> sem	2003/1 <sup>er</sup> sem
IPCN	2,7	2,1	2,1	2,1	1,9
IPCH	2,4	2,0	1,8	2,2	2,1
IPCH énergie	-2,6	-4,5	-7,5	-1,3	0,6
IPCH ex énergie	3,1	2,9	3,1	2,7	2,3

Source: BCL

Plusieurs facteurs pourraient en revanche mettre en doute ce scénario relativement optimiste. Bien qu'une reprise conjoncturelle soutenue dans la zone euro se fasse largement attendre, l'accélération de la demande entraînerait évidemment des pressions sur les prix. D'autre part, bien qu'on ait incorporé des hausses pour des prix « administrés », généralement appliquées en début d'année, l'impact total demeure encore incertain.

En ce qui concerne les prix de l'énergie, vers la fin août 2002, le prix du pétrole était assujéti à de fortes variations en raison de l'incertitude liée à un possible conflit armé avec l'Iraq. Celui-ci serait susceptible de perturber l'approvisionnement en cette matière première, ce qui a d'ores et déjà entraîné les cours du baril à la hausse. Evidemment, les prévisions pour le sous-indice énergie

seraient aussi revues à la hausse si les prix devaient persister à ces niveaux.

La proposition récente de la Commission européenne d'harmoniser les accises sur le diesel dans la zone euro à un taux commun de 350 €/1000 litres est aussi susceptible d'avoir un impact sur les prévisions de l'IPCH énergie. En effet, bien que l'implémentation éventuelle d'une telle mesure sera probablement étalée sur plusieurs années, une adaptation directe du taux proposé entraînerait une hausse du prix du gasoil d'environ 17,3% aux prix prévalant vers la mi-août. Dans le cas où la mesure serait appliquée intégralement à un moment donné, l'impact sur le niveau du sous-indice IPCH énergie représenterait *ceteris paribus* une hausse d'environ 2%.

### 1.1.2.2 Prix à la production industrielle et construction

La tendance baissière des prix à la production industrielle semble être arrivée à son terme. En effet, les prix ont progressé de 0,3% sur base trimestrielle au deuxième trimestre de cette année contre des baisses successives depuis le deuxième trimestre de l'année précédente. Cette progression est d'autant plus notable qu'elle se répartit sur toutes les catégories de produits. Il se peut évidemment que ce revirement de tendance soit tout

simplement dû à une hausse des coûts des matières premières, en l'occurrence une hausse du prix du pétrole en euros. Par contre, il se pourrait également que cette hausse soit la suite logique d'un raffermissement de la conjoncture dans l'industrie. Il est vrai que la situation demeure fragile dans le secteur, mais une hausse du volume de la production accompagnée d'une hausse des prix de vente pourrait être un signe annonciateur de l'amélioration de la conjoncture.

**Tableau 7 Prix à la production industrielle et autres indicateurs de coûts**

(en taux de variation par rapport à la période précédente)

	2000	2001	2001-T2	2001-T3	2001-T4	2002-T1	2002-T2	juil. 02
Ensemble des produits industriels	4,8	1,1	-0,2	-0,4	-0,8	-1,1	0,3	
Biens intermédiaires	5,5	0,4	-0,7	-0,6	-1,2	-1,7	0,3	
Biens d'équipement	3,3	1,8	0,8	0,7	0,3	-0,1	0,3	
Biens de consommation	3,2	3,6	0,9	-0,1	-0,1	0,3	0,7	
Prix du pétrole en euro	84,1	-11,5	11,5	-9,3	-23,7	11,8	13,9	0,4
Prix à la construction <sup>4</sup>	3,1	4,2	1,4	0,4	0,4	0,8	0,8	

Source: STATEC, BCL

L'inflation des prix de la construction s'est à nouveau accélérée. La hausse semestrielle de 1,6% dans la première moitié de l'année 2002 fait suite à la progression relativement faible de 0,7% au cours du deuxième semestre de l'année précédente. La demande adressée au secteur demeure en effet relativement favorable.

### 1.1.3 Industrie

L'industrie luxembourgeoise a subi au début de l'année les conséquences du ralentissement international de sorte que la baisse de la production industrielle, qui a

été entamée vers le milieu de l'année 2001, s'est poursuivie. En revanche, au deuxième trimestre, les données désaisonnalisées d'Eurostat font état d'une progression importante, en l'occurrence d'une hausse trimestrielle de 5,2%, portant ainsi la variation annuelle au cours de la première moitié de 2002 à 0,6%. D'autres indicateurs relatifs à l'industrie laissent cependant entrevoir une image plus mixte de la situation économique. Le recul des heures travaillées et des commandes nouvelles laisse plutôt conclure à une demande qui reste faible.

<sup>4</sup> Les prix sont recensés sur base semestrielle. Les niveaux trimestriels ont été obtenus via interpolation.

Tableau 8 Indicateurs relatifs à l'industrie

(en taux de variation annuel)

	1999	2000	2001	2001-T2	2001-T3	2001-T4	2002-T1	mai 02
Production par jour ouvrable	1,5	5,1	3,1	1,9	2,8	1,5	-3,8	0,3
Valeur de la production	-2,2	10,9	2,7	3,1	1,1	-2,8	-10,6	-7,1
Nombre d'employés	3,0	3,7	1,8	2,2	1,2	1,0	1,5	1,4
Coût salarial	2,0	5,4	4,5	6,3	3,8	1,9	1,3	0,9
Heures travaillées	0,9	-0,6	-1,0	-0,3	-0,9	-3,1	-4,8	-4,1
Chiffres d'affaires	-3,1	10,5	3,3	4,0	0,5	-3,1	-7,2	-4,4
Commandes nouvelles	0,4	9,2	-2,2	0,1	-5,6	-7,3	-11,5	-6,8

Source: STATEC

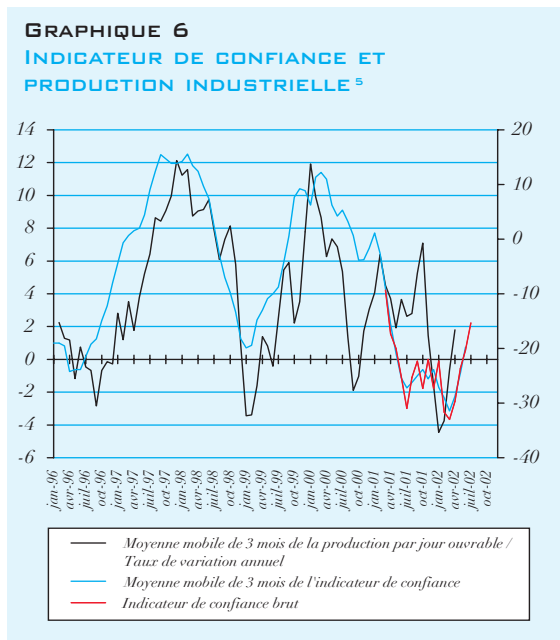
La dégradation de la conjoncture demeure en revanche concentrée dans certaines branches de l'industrie. Les biens intermédiaires, et en particulier la sidérurgie, de nature plus sensible à l'environnement international, connaissent un recul de l'activité relativement plus important, à savoir une baisse annuelle supérieure à 10% de la production par jour ouvrable dans la sidérurgie au cours des cinq premiers mois de l'année. Par contre, le même indicateur relatif à l'industrie à l'exclusion de la sidérurgie affiche encore une progression annuelle de 1,9%.

L'amélioration graduelle de la conjoncture internationale et de la production effective dans l'industrie luxembourgeoise a été aussi accompagnée récemment d'un léger regain d'optimisme de la part des chefs d'entreprises. L'indicateur de confiance brut a en effet progressé depuis mars, mois durant lequel il était tombé en dessous de son niveau enregistré le lendemain des événements du 11 septembre 2001. Ce progrès demeure en revanche fragile puisqu'il est basé en grande partie sur une réduction des stocks et, dans une moindre mesure, sur une vue plus optimiste relative à la production future. Par contre, le facteur «demande», traduit par l'évolution du carnet total de commandes, n'indique pas encore un revirement de tendance, l'indicateur persistant à un niveau très bas depuis la deuxième moitié de 2001. Les enquêtes de conjoncture trimestrielle font un constat similaire avec plus de 40% des entreprises citant la faiblesse de la demande comme principal facteur gênant leur processus de production.

Globalement, les indicateurs à court terme témoignent de la fragilité dans ce secteur, les dernières informations faisant observer une légère amélioration de la conjoncture sans toutefois signaler une reprise significative et durable.

#### 1.1.4 Construction

Une situation inverse à celle de l'industrie se présente dans le secteur de la construction. Moins exposé à l'environnement international, avec une augmentation supérieure à 10% pour les cinq premiers mois de l'année



Source: STATEC

<sup>5</sup> Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance

en cours, il continue à afficher une progression importante de son volume de production. Cette hausse s'observe aussi bien dans le génie civil, qui semble renouer

avec la croissance en 2002 après une année 2001 un peu plus difficile, que dans le bâtiment, qui continuerait de profiter d'un besoin structurel en logements.

**Tableau 9 Production par jour ouvrable**

(en taux de variation annuel)

	1999	2000	2001	2001-T2	2001-T3	2001-T4	2002-T1	mai 2002
Construction	3,8	4,4	4,4	3,0	8,4	10,0	9,6	10,8
Génie civil	11,3	3,2	-4,0	-7,8	0,7	8,2	13,3	12,5
Bâtiment	-3,0	5,6	13,0	14,6	16,5	11,7	6,7	9,3

Source: STATEC

### 1.1.5 Commerce

Les indicateurs relatifs au commerce témoignent d'une demande interne soutenue. Le commerce de détail, le commerce et la réparation automobiles, les hôtels et restaurants affichent des progressions positives de leur chiffre d'affaires en valeur au début de l'année. Il en est de même pour les immatriculations de nouvelles voitures qui, même après plusieurs années de croissance ininterrompue, ne cessent d'augmenter. Le maintien du pouvoir d'achat via l'indexation automatique des salaires ainsi que la réforme fiscale ont sans doute été

des facteurs stabilisateurs de la consommation des ménages. Le commerce de gros connaît par contre un ralentissement, probablement en raison du fait qu'une partie de ses activités s'oriente vers l'extérieur, de sorte qu'il subit lui aussi les conséquences de la mauvaise conjoncture internationale. Ces indicateurs sont en revanche à traiter avec prudence puisqu'ils sont sujets à de fortes révisions. Ainsi le STATEC a récemment corrigé à la baisse le chiffre d'affaires dans les différentes branches du commerce, de sorte que la situation en 2000 et 2001 se présente nettement moins bien qu'on ne l'avait annoncé initialement.

**Tableau 10 Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures**

(en taux de variation annuel)

	1999	2000	2001	T2-01	T3-01	T4-01	T1-02	T2-02	mars-02	avr-02	mai-02
Commerce total	2,0	6,3	-1,7	0,0	-1,0	-5,1	-0,6	na	-0,9	2,2	na
Commerce de détail	2,2	1,1	2,6	1,2	2,8	4,4	2,7	na	3,1	0,2	na
Commerce et réparation automobile	5,2	5,5	0,3	0,7	2,6	-1,5	1,0	na	-3,5	16,0	na
Commerce de gros	0,9	8,5	-3,8	-0,6	-3,4	-9,5	-2,4	na	-1,3	-2,1	na
Hôtels et restaurants	6,3	3,6	2,0	2,8	-0,2	2,1	20,1	na	13,2	11,6	na
Immatriculations de voitures	12,8	3,2	2,0	-6,0	8,6	8,3	1,8	7,1	-1,1	24,0	-3,3

Source: STATEC

## Le partage de la valeur ajoutée brute

Une analyse détaillée des résultats révisés de la comptabilité nationale pour 2001 a révélé une situation nouvelle par rapport à l'évolution des années précédentes. En effet, le ralentissement de la croissance économique, conjugué à la forte hausse de l'emploi ainsi qu'à la progression importante des salaires a abouti à une hausse des coûts salariaux unitaires qui n'a pas pu être compensée par une augmentation des prix de vente de sorte que la marge de profit a baissé pour la première fois depuis le calcul des comptes nationaux selon le concept SEC95<sup>6</sup>. La hausse des coûts salariaux unitaires réels de 7,1 % en 2001 est équivalente à un recul de l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du PIB, qui lui est tombé en dessous de son niveau enregistré en 1995 (34,9%)<sup>7</sup>. De plus, une comparaison avec les autres pays de la zone euro, et en particulier avec les pays voisins, révèle que le Luxembourg a connu en 2001 une situation bien pire que celle subie par les autres économies<sup>8</sup>.

**Tableau 11 Décomposition de l'évolution de la marge de profit**

	(en % de variation annuelle)					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Déflateur du PIB (1)	1,9	2,8	2,6	2,2	3,5	0,2
Coût unitaire du travail (2) = (3)-(4)	0,9	-2,5	0,9	1,6	2,7	7,4
Coût salarial moyen (3)	1,8	3,2	2,2	2,5	4,5	5,2
dont impact de l'indexation automatique des salaires	0,8	2,3	0,2	1,0	2,7	3,1
Productivité (4) = (5)-(6)	0,9	5,8	1,3	0,9	1,8	-2,0
PIB (5)	3,6	9,0	5,8	6,0	7,5	3,5
Emploi total (6)	2,6	3,1	4,5	5,0	5,6	5,6
Marge de profit (7) = (1)-(2) (= opposé des coûts salariaux unitaires réels)	1,0	5,3	1,7	0,6	0,8	-7,1
Excédent brut d'exploitation (en % du PIB)	35,7	38,0	38,6	37,5	37,3	34,1

Source: STATEC, calculs BCL

L'évolution en 2001 s'explique en partie par la position de l'économie dans le cycle conjoncturel. En effet, le caractère pro-cyclique de la part des profits et, par ricochet, le caractère contre-cyclique de la part salariale sont des phénomènes généralement observés, bien qu'à des degrés moins importants, dans les phases différentes du cycle conjoncturel. La hausse relativement faible (pour le Luxembourg) du PIB (+3,5%), combinée à la croissance fulgurante de l'emploi (+5,6%) s'est traduite par une variation négative de la productivité (-2,0%), c'est-à-dire qu'en moyenne, les employés en 2001 ont produit relativement moins qu'en 2000. De plus, le phénomène appelé *labour-hoarding* fait que, dans une phase de ralentissement économique, les entreprises préfèrent stocker leur main-d'œuvre qualifiée plutôt que de la licencier, mesure appliquée en dernier ressort si la situation devait s'empirer. Ainsi, lors du redémarrage de l'économie, l'entreprise serait pleinement opérationnelle sans que le processus de production soit inhibé par un manque de personnel. Une deuxième explication peut provenir du processus, par nature relativement rigide, de formation des salaires, et en particulier du mécanisme d'indexation automatique des salaires. La compensation pour l'inflation passée

<sup>6</sup> Une baisse de la marge de profit est équivalente à une hausse des coûts salariaux unitaires réels.

<sup>7</sup> En termes nominaux, l'excédent brut d'exploitation a baissé de 400 millions d'euros en 2001 par rapport à 2000.

<sup>8</sup> Voir à cet effet les prévisions macro-économiques de la Commission Européenne de printemps 2002.



(+3,1%) en 2001 a été la plus importante comparée aux années précédentes et la progression du salaire réel (+2,1%) a aussi dépassé la variation de la productivité, entraînant l'augmentation la plus importante des salaires nominaux sur les six dernières années (+5,2%). De plus, on a pu constater une quasi-stabilisation des prix de vente (+0,2%)<sup>9</sup>. Ces quatre facteurs (emploi, production, coût salarial, prix de vente) sont donc conjointement à la base de la contraction de la marge de profit en 2001.

L'indicateur des coûts salariaux unitaires réels est souvent utilisé dans l'analyse de la compétitivité-coût d'un pays. Une hausse est particulièrement inquiétante si elle est susceptible d'entraîner une baisse des exportations, c'est-à-dire quand la progression des coûts, approchée par le coût salarial, qui, *in fine* doit se répercuter sur les prix, est tellement importante que les entreprises perdent des parts de marché en raison des prix de vente trop élevés. Cet aspect semble particulièrement important pour les entreprises exposées à la concurrence internationale, c'est-à-dire celles faisant partie du secteur des biens échangeables, comme par exemple l'industrie. Ce secteur est également souvent considéré comme un *price-taker*, car, étant donnée la place qu'il occupe dans le commerce international, ses prix de vente sont généralement imposés et une hausse des coûts est alors plutôt absorbée à travers une compression de la marge de profit que répercutée via une hausse des prix. Par contre, les autres branches regroupées dans le secteur des biens non-échangeables – généralement les branches de services – sont relativement protégées de la concurrence internationale et peuvent se permettre des augmentations de prix sans nécessairement souffrir aussitôt un effondrement des volumes de ventes. Cette distinction entre secteurs exposé et abrité est devenue beaucoup moins nette avec l'essor croissant du commerce international de services et en particulier au Luxembourg.

Au niveau des différentes branches<sup>10</sup>, on constate que la situation dans l'industrie semble en général moins préoccupante que la réflexion ne le laissait présager, bien que ce secteur affiche lui aussi pour la deuxième année consécutive une hausse des coûts salariaux unitaires réels susceptible d'entraîner des conséquences plus graves. Soit le secteur a su relativement bien résister dans la phase de ralentissement conjoncturel, soit il ne s'agit pas d'un secteur purement *price-taker* puisque la hausse des coûts a pu être répercutée sur les prix. La dégradation de la marge de profit a par contre essentiellement eu lieu dans les secteurs des services, c'est-à-dire les secteurs souvent présentés comme étant abrités. Le secteur financier (-12,1%) semble être le plus touché, ce qui peut surprendre au vu des résultats positifs des banques en 2001. D'une part, il s'agit aussi du secteur qui a connu un recrutement très élevé en 2001, et d'autre part, la baisse de ses activités en 2001 a été liée en grande partie à la déprime sur les marchés boursiers. Par contre, cette baisse de régime n'était guère liée à une perte de ses activités au profit d'un acteur d'un pays limitrophe, en raison d'un problème de compétitivité des facteurs -coût ou -prix. En effet, une grande partie de ses services sont destinés à l'exportation, mais, de par sa nature, l'avantage concurrentiel de ce secteur est lié à des caractéristiques lui conférant un certain pouvoir de marché qui lui permet de fixer ses conditions de vente<sup>11</sup>. On observe en effet que le secteur a relevé ses prix de vente<sup>12</sup>, mais à un niveau inférieur à celui qui lui aurait permis de stabiliser sa marge de profit.

9 *Le dernier chiffre constitue un phénomène exceptionnel et mériterait plus d'explication. D'un point de vue purement comptable de l'optique Dépenses, il résulte d'une variation fortement négative du déflateur des exportations nettes et d'une variation « normale » du déflateur de la demande interne. Par conséquent, on serait tenté de conclure que les exportateurs (de services) ont été dépourvus de tout pouvoir de marché en ce qui concerne la fixation des prix au point de baisser davantage les prix des services exportés que les prix des services importés ne l'ont été.*

10 *Dans le calcul des marges selon les branches, le PIB et son déflateur ont été remplacés par les valeurs ajoutées brutes des branches et les déflateurs respectifs.*

11 *Ce secteur est alors plutôt considéré comme price-setter que price-taker.*

12 *En général le partage d'une prestation de service entre une composante prix et une composante volume est un travail délicat pour les statisticiens.*

**Tableau 12 Evolution de la marge de profit dans les différentes branches**

*(en % de variation annuelle)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Industrie, y compris énergie	0,1	2,4	-0,8	4,3	-3,1	-1,5
Construction	-2,2	4,2	6,6	5,5	0,2	-4,4
Commerce; réparations automobiles et d'articles domestiques; hôtels et restaurants, transports et communications	5,0	4,8	-0,7	-2,4	-0,6	-1,9
Services financiers	3,4	5,9	2,4	1,3	-4,2	-12,1
Services immobiliers, de location et aux entreprises	-3,0	-5,8	-8,0	-20,9	-10,8	-5,3
Autres activités de services	0,7	-1,7	0,3	1,0	-0,6	-3,3
Total branches <sup>13</sup>	1,2	4,9	1,4	-0,5	0,1	-6,9

Source: STATEC, calculs BCL

La baisse de compétitivité de nos exportations pourrait aussi s'observer dans les données relatives au commerce international par une dégradation du solde de la balance courante. En revanche les données disponibles ne permettent pas de conclure à un revirement de tendance, la balance des biens ne connaissant pas une aggravation substantielle de son déficit structurel et la balance des services demeurant largement en surplus. Contrairement aux autres pays, les échanges de services sont notamment relativement plus importants au Luxembourg que les échanges de biens<sup>14</sup>, et, comme les premiers sont probablement moins sensibles aux facteurs prix et coûts, l'impact potentiel total de la compétitivité-coût s'en trouve réduit.

**Tableau 13 Evolution de la balance courante**

*(en % du PIB)*

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Balance courante	12,1	11,8	14,5	18,0	16,6	21,0	19,0
Balance des biens	-9,8	-10,9	-11,6	-10,0	-13,5	-12,0	-12,3
Balance des services	21,9	22,7	26,1	28,1	30,1	33,1	31,4

Source: STATEC, calculs BCL

La dégradation de la rentabilité des entreprises en 2001 va par contre en partie être compensée ex post par la réforme fiscale des entreprises, ce qui devrait alors permettre d'amoindrir le choc initial. Le gouvernement a en effet décidé de baisser l'impôt sur le revenu ou le bénéfice des sociétés; le taux global d'imposition devrait ainsi passer de 37,45% en 2001 à 30,38% en 2002<sup>15</sup>. L'excédent brut d'exploitation, le *profit*, est la part de la production réservée à la rémunération du facteur capital. Il est notamment affecté au paiement des intérêts dans le remboursement de prêts, au versement des dividendes aux actionnaires et au paiement à l'Etat des impôts

<sup>13</sup> La divergence des données de cette ligne avec la ligne de la marge de profit du tableau précédent s'explique par la différence entre les concepts de la VAB et du PIB.

<sup>14</sup> En 2001, 69,2% des exportations totales étaient des exportations de services.

<sup>15</sup> En termes nominaux, le gouvernement chiffre l'impact à 328 millions d'euros.

sur le revenu. Le solde demeure sous forme d'autofinancement dans l'entreprise et sert à financer en partie les investissements futurs. *Ceteris paribus*, la réforme fiscale implique donc un transfert de la part précédemment réservée à l'Etat vers la trésorerie de l'entreprise. Ceci a pour incidence d'augmenter les *profits nets* de l'entreprise<sup>16</sup>, ce qui contribue à éviter que la hausse des coûts salariaux unitaires réels ne mette en cause le financement des investissements pourtant nécessaires à la croissance future.

Alors que l'impact de la contraction de la marge de profit sur le commerce extérieur semble dans une première étape limité au vu de la performance relative de l'industrie et de la protection relative dont jouissent les secteurs des services<sup>17</sup>, l'ajustement du déséquilibre qui s'est créé en 2001 est susceptible de se faire via une correction de la progression de l'emploi et/ou des salaires réels. En effet, dans la phase descendante, ainsi que dans les premières étapes de la phase ascendante du cycle conjoncturel, la progression de l'emploi se trouve freinée. On peut observer ce phénomène actuellement et particulièrement dans les services financiers, qui, à travers des mesures de réduction de coûts essaient de maintenir leur rentabilité face à la baisse des activités liée à la morosité des marchés financiers. Ce processus de décélération de l'emploi ne devrait s'achever que lors d'un revirement de productivité. La rentabilité des entreprises devrait en partie être restaurée via la modération salariale afin de rétablir le lien entre la productivité du travail et la progression des salaires réels. Un tel phénomène accompagne les mesures de réduction d'embauches et s'observe aussi déjà dans le secteur financier à travers le récent accord salarial. De plus, sur base des prévisions d'inflation, l'impact de l'indexation automatique sur le coût salarial serait également moindre en 2002 et 2003 qu'en 2001.

En guise de conclusion, bien qu'il n'existe pas de niveau optimal de la part salariale ou de la part de profit dans le PIB, un suivi régulier de l'indicateur des coûts salariaux unitaires réels est utile car il permet de détecter la naissance d'éventuels déséquilibres dans l'économie luxembourgeoise. Alors que l'impact sur la compétitivité des exportations semble être moins en jeu cette fois-ci, sur base des informations disponibles, le ralentissement conjoncturel a affecté les secteurs protégés et un processus d'autocorrection à travers un ralentissement de l'emploi ainsi que des accords salariaux modérés est en cours.

### 1.1.6 Perspectives macroéconomiques pour le Luxembourg

Dans notre bulletin 2002/1, nous avons estimé le taux de croissance probable du PIB réel pour 2002 aux environs de 3%. En effet, l'environnement international se présentait relativement bien au vu des répercussions auxquelles on aurait pu s'attendre après les événements du 11 septembre 2001. A ce moment, beaucoup de conjoncturistes étaient d'accord sur le fait que les craintes initiales d'un ralentissement conjoncturel prolongé, causé par un accroissement de l'incertitude et du report des investissements, étaient exagérées. Le scénario global cité était souvent celui d'une reprise graduelle de la conjoncture dans la deuxième moitié de 2002 tirée par un commerce international dynamique ainsi que par une demande interne soutenue.

L'environnement international s'est en revanche quelque peu assombri récemment. Les turbulences sur les marchés boursiers, avec à la clé une baisse des principaux indices boursiers en dessous de leurs niveaux enregistrés au lendemain du 11 septembre 2001, reflètent, en conjonction avec d'autres facteurs, les craintes quant aux développements conjoncturels futurs. L'économie Outre-Atlantique est de loin moins dynamique qu'anticipé et des déséquilibres persistants sur le compte courant, couplés à l'endettement important des ménages et à la situation financière des entreprises, hypothèquent la reprise d'une croissance soutenue. L'impact de cette évolution sur la zone euro via les échanges commerciaux n'a pas tardé à se manifester et a de plus été amplifié par une demande interne décevante. Ainsi, la croissance dans les pays voisins du

<sup>16</sup> L'impact sur les finances publiques est un autre problème.

<sup>17</sup> Ce constat néglige par contre le fait que les banques de la place financière font partie de groupes bancaires internationaux, et, de par-là sont exposées à une concurrence intra-groupe qui joue évidemment un rôle dans la décision d'octroi de budget et de localisation des activités via la profitabilité des différents centres financiers.

Luxembourg a également du mal à démarrer, comme en témoigne par exemple la faible variation trimestrielle du PIB (0,3%) en Allemagne au deuxième trimestre 2002. Le FMI a d'ores et déjà laissé entendre qu'il allait réviser à la baisse ses prévisions pour les principales économies du monde dans sa prochaine publication des Perspectives Economiques Mondiales. La modification des scénarios conjoncturels réside en un report de la reprise durable au début de l'année prochaine.

Le marasme conjoncturel international, et plus particulièrement dans la zone euro, ne sera pas sans conséquences sur le développement d'une économie aussi ouverte que le Luxembourg. Les statistiques disponibles vers le milieu de l'année 2002 font en effet ressortir un ralentissement du commerce extérieur, avec une baisse simultanée pour les exportations et les importations de biens. Pour les services, on note un creusement du solde positif au premier trimestre, conditionné par une progression des exportations et un recul des importations. Au total, l'excédent de la balance courante a fortement augmenté, résultat relativement surprenant à la lumière de la stagnation de la demande internationale. Mais, il se pourrait très bien que la baisse des importations ne soit qu'un phénomène non récurrent. De plus, la dégringolade des marchés boursiers n'est intervenue qu'au deuxième trimestre, et sans reprise dans la deuxième moitié de l'année, elle devrait avoir un impact négatif sur le solde des services. Globalement, le solde des exportations nettes baissera probablement en 2002 et aura une contribution négative sur la croissance du PIB.

En ce qui concerne la demande domestique, la consommation publique ne devrait pas trop s'éloigner des hypothèses initiales. Par contre la consommation privée, à l'image du chiffre d'affaires du commerce de détail, ne devrait pas augmenter de manière aussi importante que prévue antérieurement. En regard de la réforme fiscale pour les personnes physiques et de la progression des salaires qui a donné un coup de pouce au revenu disponible des ménages, l'évolution des indicateurs conjoncturels, relatifs à cette composante, demeure en effet décevante<sup>18</sup>. La formation brute de capital fixe est certes en grande partie importée, mais en l'absence de données précises, elle risque aussi d'avoir été sur-

estimée en raison du report de la reprise conjoncturelle. En somme, selon l'optique dépenses du PIB, ni la demande internationale ni la demande domestique n'arrivent sérieusement à soutenir la croissance, ce qui n'est pas étonnant en considérant la diminution des demandes de nos principaux partenaires commerciaux.

En ce qui concerne l'optique production du PIB, les indicateurs relatifs à l'industrie sont devenus plus encourageants, mais la faiblesse de la demande, citée dans les enquêtes de conjoncture, ne laisse pas présager une fin d'année propice. Le secteur moteur de l'économie, à savoir le secteur financier, traverse aussi une période difficile, et il ne serait pas étonnant qu'il connaisse une variation négative de son compte de pertes et profits hors éléments exceptionnels en 2002 par rapport à 2001. En tout cas les deux premiers trimestres se sont soldés par une baisse annuelle du résultat avant provisions. L'incertitude prévalant sur les marchés financiers, le niveau des marchés boursiers plus bas qu'il y a un an, associé à un recul d'opérations entraînent des baisses relativement importantes des revenus autres que la marge sur intérêt.

L'absence de données trimestrielles des comptes nationaux rend difficile le chiffrage de la croissance du PIB car, le profil n'étant pas connu, il est impossible d'évaluer l'acquis de croissance. Néanmoins, les indicateurs conjoncturels cités laissent croire que la croissance initialement estimée à 3% constitue maintenant un scénario probablement trop optimiste qui nécessite d'être revu à la baisse. La portée du marché de l'emploi, doublée d'un ralentissement important des embauches et d'une augmentation du chômage, conforte ce scénario conjoncturel relativement plus pessimiste qu'auparavant. Avec l'accélération de la demande internationale reportée vers l'année prochaine, le profil vraisemblablement plat de la croissance en 2002 impliquera par conséquent une révision mécanique à la baisse des prévisions initiales pour 2003, qui tournaient autour de 5,5%, pour se situer en dessous de 5%.

### 1.1.7 Marché du travail

Etant donné que le cycle tend à exercer une incidence différée sur les créations nettes d'emploi, le ralentissement de l'activité économique de l'année dernière a

<sup>18</sup> Par conséquent, les ménages ont dû augmenter leur taux d'épargne, comportement compréhensible au regard de l'incertitude quant aux développements économiques futurs.

conduit à une diminution du nombre des créations d'emplois tout au long des sept premiers mois de cette année comparativement à la même période de l'année passée. En juillet 2002, les créations nettes d'emplois ont diminué de 41% par rapport à celles enregistrées en juillet 2001.

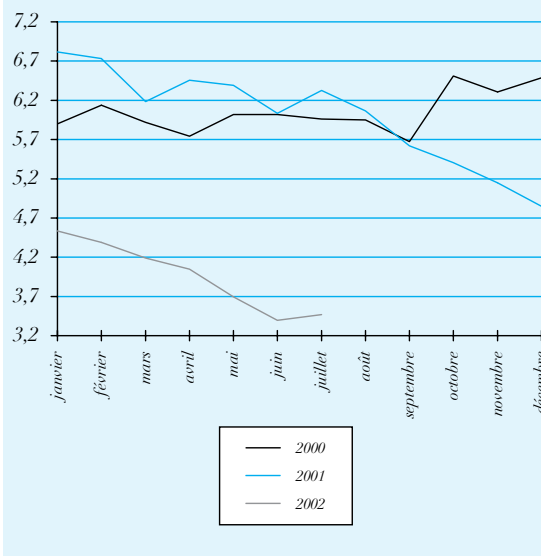
Bien que le taux de croissance de l'emploi salarié en glissement annuel ait ralenti au cours des sept premiers mois de l'année (passant de 4,5% à 3,5% de janvier à juillet 2002), il se situe toujours à un niveau supérieur à celui de la zone euro. L'année dernière, durant cette même période, il était passé de 6,8% en janvier à 6,3% en juillet 2001. Ce ralentissement de la croissance de l'emploi salarié est en partie dû à un effet de base: l'emploi salarié avait réalisé une décélération depuis le début de l'année 2001 laquelle s'est intensifiée à partir de juillet 2001, ce qui contribua fortement au ralentissement de sa croissance annuelle durant les sept premiers mois de cette année.

La variation mensuelle permet d'évaluer la dynamique actuelle avec plus de précision. Ainsi, on constate que l'emploi salarié en variation mensuelle a connu une phase de décélération de janvier à mars suivie d'une légère reprise en avril (qui est le dernier mois observé). Cette timide reprise de la croissance de l'emploi salarié est atypique pour cette période de l'année généralement caractérisée par une hausse significative des embauches. Les dernières estimations font état d'un ralentissement de la croissance de l'emploi salarié en variation mensuelle de mai à juin suivi d'une reprise en juillet.

L'emploi indépendant a quant à lui été quasiment stationnaire tout au long de la période sous revue.

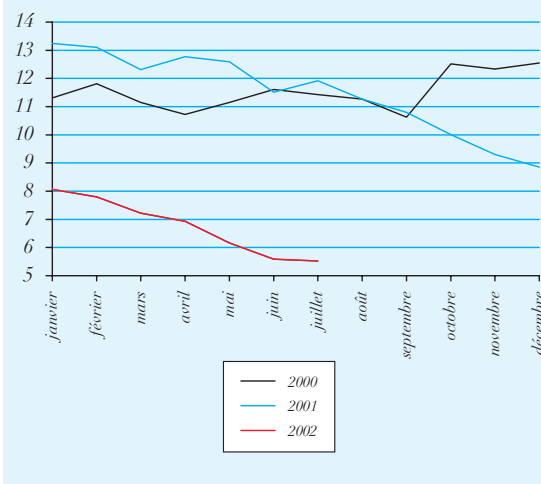
L'impact du ralentissement économique est encore plus significatif sur la croissance de l'emploi frontalier. Ainsi, le taux de croissance en variation annuelle de l'emploi frontalier est passé de 11,9% en juillet 2001 à 5,5% en juillet 2002, alors que le taux de croissance de l'emploi des résidents est passé de 2,7% à 1,9% sur la même période. En conséquence, la part des nouveaux emplois occupés par les frontaliers a diminué de juillet 2001 (68%) à juillet 2002 (60%). Parmi les 9 049 emplois nouveaux (nets) créés entre juillet 2001 et juillet 2002, 5 435 sont occupés par des non-résidents.

**GRAPHIQUE 7**  
VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI SALARIÉ



Source: IGSS, STATEC

**GRAPHIQUE 8**  
VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI FRONTALIER



Source: IGSS, STATEC

**Tableau 14 Croissance annuelle (en %) de l'emploi\***

	Emploi salarié intérieure	Indépendants	Emploi total intérieur	Frontaliers entrants	Emploi national	Population active
janv-02	4,5	0,1	4,3	8,1	2,1	2,5
févr-02	4,4	-0,2	4,1	7,8	2	2,4
mars-02	4,2	0	3,9	7,2	2,1	2,2
avr-02	4	-0,1	3,8	6,9	2	2,4
mai-02	3,7	0	3,5	6,2	1,9	2,3
juin-02	3,4	0	3,2	5,6	1,8	2,1
juil-02	3,5	0	3,3	5,5	1,9	2,4

Source: IGSS, STATEC, calculs BCL

\* Les données de mai à juillet sont des estimations.

- Le chômage

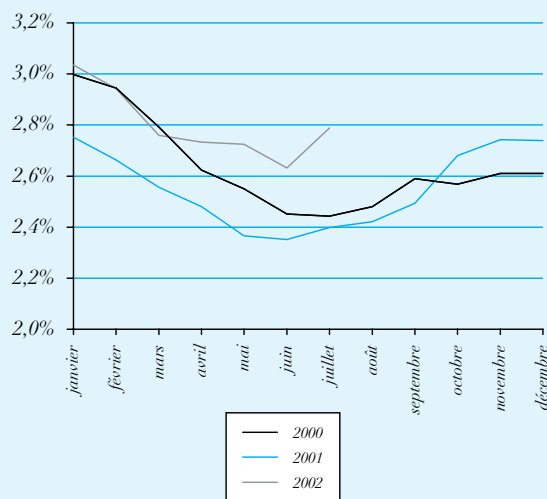
L'essoufflement de la conjoncture en 2001 a eu un impact négatif sur le taux de chômage, de sorte que toutes les valeurs mensuelles observées au cours des sept premiers mois de cette année ont été supérieures aux valeurs respectives observées au cours de la même période de l'année précédente. Le taux de chômage a atteint 2,8% au mois de juillet 2002 contre 2,4% au mois de juillet de l'année passée, soit 5 485 demandeurs d'emploi inscrits à l'ADEM<sup>19</sup> en juillet 2002 contre 4 608 en juillet 2001. La détérioration de la situation économique a eu pour conséquence une diminution du nombre des offres d'emploi assombrissant ainsi les perspectives pour les chômeurs de trouver un emploi. En juillet 2002, le nombre de postes vacants recensés auprès de l'ADEM a été inférieur de 38% par rapport à celui de juillet 2001.

Le taux de chômage a diminué de janvier (3,0%) à avril (2,7%) 2002. D'avril à mai, le taux de chômage a stagné à hauteur de 2,7% alors qu'à cette période de l'année, on observe habituellement une baisse. Puis, de mai à juin le taux de chômage est passé de 2,7% à 2,6%,

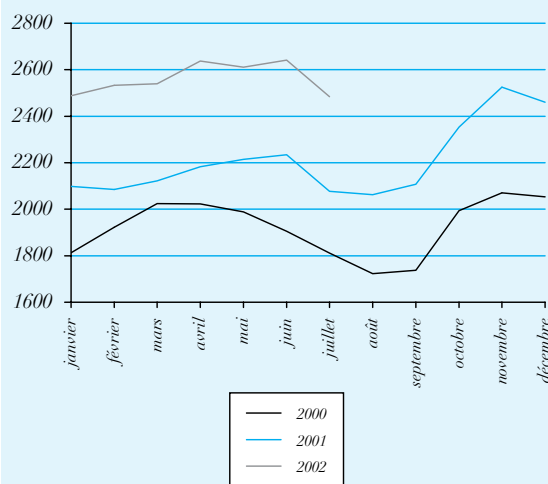
retrouvant son mouvement saisonnier habituel à cette période de l'année. Cependant, au cours du mois de juillet le taux de chômage a connu une augmentation substantielle (il s'élève désormais à 2,8%), ce qui est tout à fait atypique à cette période de l'année. Ce taux de chômage particulièrement élevé au mois de juillet serait en partie attribuable à la hausse du taux de chômage des jeunes de moins de 26 ans (19,2% des chômeurs sont des jeunes de moins de 26 ans en juillet 2002 contre seulement 17,8% en juillet 2001).

Au cours des sept premiers mois de cette année, le taux de chômage au sens «large» du terme a dépassé le taux de l'année précédente. En effet, il s'est établi à 4,1% en juillet 2002 alors qu'il n'était que de 3,5% douze mois auparavant. L'écart entre le taux de chômage au sens «large» et au sens «strict» du terme se creuse: alors que le premier a progressé de 0,6 point de pourcentage, le second n'a augmenté que de 0,4 point de pourcentage entre juillet 2001 et juillet 2002. Cette augmentation provient principalement de la détérioration du climat conjoncturel qui a diminué la demande de travail favorisant ainsi l'augmentation du nombre de mesures pour l'emploi.

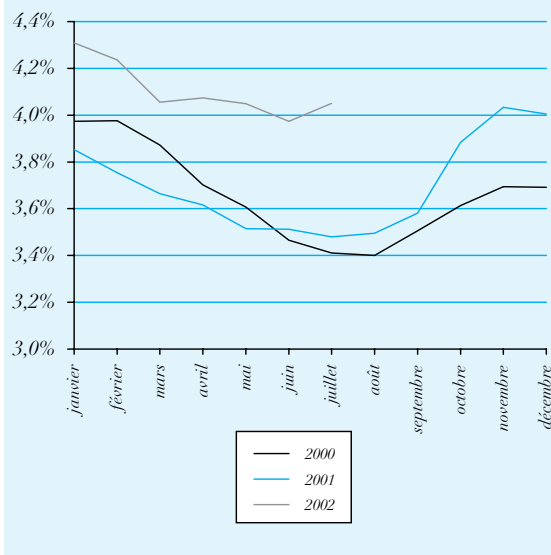
<sup>19</sup> ADEM: Administration de l'emploi.

**GRAPHIQUE 9****EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE***(au sens «strict» du terme)*

Source: ADEM, IGSS, STATEC

**GRAPHIQUE 11****EVOLUTION DU NOMBRE DE MESURES SPÉCIALES POUR L'EMPLOI**

Source: ADEM

**GRAPHIQUE 10****EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE***(au sens «large» du terme)*

Source: ADEM, IGSS, STATEC

- Le coût du travail

Compte tenu d'une rupture méthodologique au niveau des fichiers administratifs, les chiffres concernant l'indice du coût de la main-d'œuvre ne sont pas disponibles pour le quatrième trimestre 2001 et le premier trimestre 2002.

Les premières informations disponibles en ce qui concerne l'évolution du coût salarial au Luxembourg décrivent une tendance haussière après qu'une tranche indiciaire automatique de +2,5% des salaires et traitements soit venue à échéance au premier juin 2002.

Un nouvel accord salarial dans la fonction publique pour les années 2002 à 2004 incluse a été signé le 21 mars dernier. Cet accord repose sur l'augmentation linéaire annuelle des salaires de 1,6% pour les années 2002 (accord rétroactif pour 2002), 2003 et 2004. Cette mesure touche directement 16 000 fonctionnaires et employés de l'Etat et indirectement 2 300 ouvriers de l'Etat et 21 000 agents dans les secteurs assimilés. Elle coûterait au total, selon les estimations réalisées par le Gouvernement, 67,5 millions d'euros.

Dans le secteur bancaire une nouvelle convention collective a aussi été signée par les partenaires sociaux pour les années 2002 et 2003. Elle octroie pour 2002 une



augmentation linéaire des rémunérations de +1,05% (rétroactif pour 2002), ainsi qu'une «enveloppe» de +1,2% (dont une partie est allouée de manière sélective en fonction de l'ancienneté et l'autre en fonction de la performance du salarié: cette dernière ne concerne pas tous les salariés du secteur) et, enfin une prime de conjoncture payée en juin 2002 (variable en fonction de l'ancienneté). Pour 2003, cette convention collective dans le secteur bancaire prévoit une «enveloppe» de +1,65% (allouée selon les mêmes critères d'ancienneté et de performance que l'année précédente) ainsi qu'une prime de conjoncture basée sur celle de 2002. De plus, en 2003, cette convention octroie une demi-journée de congé supplémentaire ainsi que la transformation de la récupération du vendredi saint en jour férié (engendrant une majoration de 70% en cas de prestation de travail).

### 1.1.8 Le secteur financier

#### 1.1.8.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

A l'instar de la réduction significative du nombre des établissements de crédit établis au Luxembourg au cours de l'année précédente, le phénomène de concentration dans le paysage bancaire luxembourgeois s'est poursuivi au cours des huit premiers mois de l'année 2002 tout en perdant quelque peu son dynamisme durant ces derniers mois. A la suite d'une réduction nette de quatre unités du nombre des établissements de crédit dans le courant du premier trimestre de l'année 2001, la vitesse du processus de concentration s'est nettement atténuée depuis le mois d'avril 2002, se soldant par une diminution du nombre des établissements de crédit de 1 unité. Cette baisse nette, observée depuis le 1<sup>er</sup> avril 2002, s'explique exclusivement par le rapprochement des entités luxembourgeoises appartenant à des groupes bancaires étrangers ayant plusieurs présences au Luxembourg. Ainsi, par ordre chronologique, on dénombre les événements suivants:

- la liquidation de la Vereins- und Westbank AG, succursale de Luxembourg
- la création de la BNP Paribas Securities Services, succursale de Luxembourg
- le retrait de la Banca Popolare de Verona – S. Geminiano e S. Prospero SCARL,

succursale de Luxembourg à la suite de sa fusion avec la Banca Popolare di Novara SCARL

- le retrait de la Artesia Bank Luxembourg S.A. à la suite de sa fusion avec la Banca Lombarda International S.A.

A coté de ces développements on notera la transformation de la succursale de la Frankfurter Volksbank eG en filiale portant la dénomination Frankfurter Volksbank International S.A., ainsi que l'ouverture d'une succursale par la ING-BHF Bank.

Au 15 août 2002, le nombre des établissements de crédit établis au Luxembourg s'élève en conséquence à 184 unités.

#### 1.1.8.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

Au 30 juin 2002 la somme des bilans des institutions financières monétaires (IFM) s'élève à 797 843 millions d'euros contre 810 833 millions d'euros au 31 mai 2002, ce qui représente une diminution de 1,6%. Par rapport 30 juin 2001, où elle s'élevait à 764 584 millions d'euros, la somme des bilans des IFM affiche une progression de 4,3% sur une base annuelle.

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

Au cours des dernières années, l'évolution mensuelle de la somme des bilans des banques a été fort mitigée, alternant des périodes de croissance et de recul, tout en suivant une évolution annuelle globalement en augmentation jusqu'en fin 2001. Le mois de juin 2002, quant à lui, est marqué par une réduction de 2,4% de la somme des bilans qui en fin de mois s'élevait à 693 990 millions d'euros contre 710 966 millions d'euros au 31 mai 2002. Il rompt ainsi avec la tendance d'une croissance annuelle positive, observée au cours des dix dernières années pour afficher, en variation annuelle, un recul de 1,0%, soit 7 270 millions d'euros.

Dans ce contexte, l'évolution du cours de change de l'USD, devise dans laquelle sont libellés 26% des actifs, prend une certaine importance. Ainsi, toute autre chose étant égale par ailleurs, la dépréciation de l'USD par rapport à l'euro engendre une baisse de la somme de bilan de 3,5% entre le 30 juin 2001 et la même date de l'année en cours. Cet impact est cependant



entièrement compensé par la hausse du volume des opérations libellées en EUR.

Les tableaux ci-dessous reprennent les principaux chiffres relatifs à ces différents postes du Bilan et leur évolution<sup>20</sup>:

**Tableau 15 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution**

ACTIF	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2002/06
	2001/06	2002/03	2002/06	2001/06 - 2002/06		2002/03 - 2002/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	347 535	360 912	363 163	15 628	4,5	2 251	0,6	52,3
Créances sur la clientèle	139 812	137 093	136 605	-3 207	-2,3	-488	-0,4	19,7
Portefeuille titres	179 679	178 559	170 838	-8 841	-4,9	-7 722	-4,3	24,6
Autres actifs	34 234	27 881	23 384	-10 850	-31,7	-4 497	-16,1	3,4
<b>TOTAL DE L'ACTIF</b>	<b>701 260</b>	<b>704 446</b>	<b>693 990</b>	<b>-7 270</b>	<b>-1,0</b>	<b>-10 456</b>	<b>-1,5</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

**Tableau 16 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution**

PASSIF	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2002/06
	2001/06	2002/03	2002/06	2001/06 - 2002/06		2002/03 - 2002/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	341 548	336 944	328 702	-12 846	-3,8	-8 242	-2,4	47,4
Dettes envers la clientèle	217 110	223 585	224 161	7 051	3,2	577	0,3	32,3
Dettes représentées par un titre	76 853	81 671	80 490	3 637	4,7	-1 180	-1,4	11,6
Autres passifs	65 749	62 247	60 637	-5 112	-7,8	-1 610	-2,6	8,7
<b>TOTAL DU PASSIF</b>	<b>701 260</b>	<b>704 446</b>	<b>693 990</b>	<b>-7 270</b>	<b>-1,0</b>	<b>-10 456</b>	<b>-1,5</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>20</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Les deux tableaux ci-avant confirment que l'activité interbancaire demeure prédominante et représente près de la moitié du bilan des banques au Luxembourg.

Au niveau des principaux postes de l'actif, seules les créances interbancaires continuent d'afficher une légère progression, alors que les autres postes clés expliquent en grande partie le recul de la somme des bilans. Alors que les portefeuilles de titres, sous l'effet persistant du climat boursier morose, montrent une nette tendance à la baisse de plus de 4% en variation trimestrielle, les créances sur le secteur non-bancaire demeurent quasi stables avec un léger recul de 0,4% sur base trimestrielle.

Dans ce contexte, on remarquera particulièrement que la demande pour des crédits immobiliers destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg se maintient encore à un niveau élevé, même si son volume a fléchi de 2,0 % sur une base annuelle du 30 juin 2001 au 30 juin 2002. La demande de crédits destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg demeure donc stable (léger recul de 0,3%) durant le premier semestre de l'année en cours. L'analyse de leur évolution permet également de noter que les montants moyens accordés par trimestre au cours de l'année 2002 sont largement supérieurs aux crédits immobiliers qui étaient consentis en moyenne par trimestre sur la période de juin 1992 à juin 2002 (environ 457 millions d'euros).

La part des crédits immobiliers nouvellement accordés au secteur communal a affiché une hausse significative au cours du premier trimestre 2002 qui correspondait à 113 millions d'euros (+403,6%). Cette part de l'activité a connu une expansion importante mais non-récurrente; ainsi des crédits ont été consentis pour un nombre limité de grands projets. Au cours du second trimestre, les nouveaux engagements du secteur communal ont chuté de 121 millions d'euros (-85,8%) pour arriver à un niveau relativement faible de 20 millions d'euros.

Les crédits immobiliers nouvellement accordés au secteur résidentiel à la fin du deuxième trimestre 2002 s'élèvent à 619 millions d'euros (80,9% du total des crédits immobiliers nouvellement consentis pour le financement d'immeubles au Luxembourg), excédant ainsi de 81 millions d'euros le volume atteint au terme du trimestre précédent (+15,1%). Les crédits consentis au secteur non-résidentiel sont en hausse pour le deuxième trimestre 2002 et s'élèvent à 113 millions

d'euros au 30 juin 2002, contre 82 millions d'euros au premier trimestre 2002 (+37,8%). Quant aux crédits aux non-résidents, leur montant a fortement chuté au fil des trimestres en 2001 pour remonter de 7 millions d'euros (+116,7%) à un niveau de 13 millions d'euros au cours du second trimestre 2002.

Le volume du portefeuille de titres au 30 juin de l'année sous revue s'est nettement réduit par rapport au 31 mars 2002 (-4,3%); cette baisse s'est d'ailleurs essentiellement manifestée au cours du mois de juin 2002 (-4,4%). Cette évolution s'explique notamment par le fait que les banques ont tiré avantage de la hausse des cours des valeurs mobilières à revenu fixe pour céder des titres afin de réaliser des plus-values latentes. De ce fait le volume des portefeuilles de valeurs mobilières à revenu fixe s'est nettement réduit au cours de la période précitée.

Au passif, les dépôts interbancaires ont subi une baisse au cours du deuxième trimestre 2002 par rapport au 31 mars 2002, passant de 336 944 millions d'euros à 328 702 millions d'euros, ce qui correspond à une réduction de 2,5%.

Les dépôts de la clientèle se maintiennent à un niveau élevé et sont, en variation annuelle, en légère augmentation de 3,2%, soit 7 051 millions d'euros. Le sursaut des dépôts effectués par la clientèle, observé au cours des mois ayant suivi les attentats en septembre 2001 et partant, les turbulences sur les marchés boursiers, s'est amorti au cours des premiers mois de l'année 2002 pour ensuite reprendre un peu de vigueur en avril 2002, avant de redescendre pendant les mois de mai et juin 2002. Ainsi, les dettes envers la clientèle sont restées quasiment stables entre le 31 mars et le 30 juin 2002 (+0,3%). Les mouvements parfois considérables d'un mois à l'autre s'expliquent en majeure partie par l'incertitude et la volatilité élevée des marchés financiers qui incitent la clientèle à «parquer» des liquidités sur les comptes bancaires en attendant le moment opportun pour procéder à de nouveaux investissements.

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

L'effectif dans le secteur financier luxembourgeois, qui se compose du personnel occupé dans les établissements de crédit, ainsi que dans les autres professionnels du secteur financier, s'élevait à 28 034 personnes au 30 juin 2002, ce qui correspond à une hausse de 54 unités, soit 0,2%, par rapport à la fin du trimestre

précédent. Considéré sur une base annuelle, c'est-à-dire sur la période du 30 juin 2002 à la même date de l'année précédente, l'emploi dans le secteur financier a progressé de 457 unités, soit une augmentation de 1,7%.

Au 30 juin 2002, l'emploi dans le secteur financier luxembourgeois représente 9,8% de l'emploi intérieur total, proportion qui demeure stable au cours de ces deux dernières années et qui continue de confirmer son importance dans le développement de l'emploi au Luxembourg. Considéré sur une base annuelle, l'emploi intérieur total a progressé de l'ordre de 3,6% par rapport au 30 juin de l'année précédente, affichant ainsi la plus faible progression annuelle depuis 1998, alors que l'emploi dans le secteur financier fait apparaître une augmentation de 1,7% sur cette même période. Cette évolution est la plus faible enregistrée au cours de ces dernières années, constat qui est renforcé par le fait que l'emploi dans le secteur financier fait état d'une progression moindre par rapport à l'emploi intérieur total alors qu'au cours des dernières années on pouvait observer le phénomène inverse.

Au sein du secteur bancaire luxembourgeois, qui représente la plus grande part de l'effectif dans le secteur financier, l'effectif s'élève à 23 667 personnes au 30 juin 2002, ce qui correspond à une augmentation de 16 unités, soit +0,07%, par rapport au trimestre précédent. Rappelons que l'évolution de l'effectif au cours du premier trimestre 2002 avait fait état d'une baisse de -243 emplois, soit -1,0%, le premier recul enregistré depuis de nombreuses années.

Par rapport au 30 juin de l'année précédente, l'effectif dans le secteur bancaire est quasiment stable avec une diminution de 7 unités, soit -0,03%.

Considéré en variation trimestrielle, l'emploi dans le secteur bancaire, après avoir connu des périodes de fortes progressions, a vu son rythme de croissance progressivement décélérer au cours de ces derniers trimestres, avant de connaître un net recul de l'emploi au premier trimestre de l'année en cours et de se stabiliser dans le trimestre sous revue. Ainsi, l'emploi, qui a augmenté de 210 unités (+0,9%) au deuxième trimestre 2001, a continué sa progression de l'ordre de 144 unités (+0,6%) et de 76 unités (+0,3%) au cours des troisième et quatrième trimestres de 2001, pour ensuite chuter de 243 unités (-1,0%) dans le courant du premier trimestre 2002, avant de se remettre de sa chute et d'indiquer une légère reprise de 16 unités (+0,07%) au deuxième trimestre 2002.

Les perspectives d'une forte reprise de la création d'emplois dans le secteur bancaire ne sont pas données à l'heure actuelle. D'une part, le ralentissement de la conjoncture internationale influence évidemment les résultats des banques et les amène à comprimer leurs frais généraux mais également dans la mesure du possible les frais de personnel. D'autre part, le processus de concentration, qui caractérise le secteur bancaire luxembourgeois depuis quelques années, s'accompagne inévitablement de réductions de personnel même si celles-ci ont été limitées dans le passé.

En outre, les mouvements de consolidation, dont a été témoin la place financière, se sont poursuivis et se sont traduits par un certain nombre de fusions et de liquidations ayant influencé tant le nombre d'établissements de crédit que l'effectif employé dans l'industrie bancaire.

L'effectif dans le secteur bancaire est constitué au 30 juin 2002 de 7 542 personnes de nationalité luxembourgeoise, ce qui correspond à une proportion de 31,9% de l'ensemble du secteur, contre 16 125 personnes de nationalité étrangère, soit 68,1% de l'ensemble du secteur. Une année auparavant, près de 33% de l'effectif du secteur bancaire était de nationalité luxembourgeoise, alors qu'au 30 juin 2000 et 1999, cette proportion atteignait encore respectivement 35,4% et 38,0%. Cette évolution qui s'est déroulée progressivement au cours de ces dernières années confirme la tendance à la baisse de l'effectif de nationalité luxembourgeoise au sein du secteur bancaire et le besoin en personnel qui est comblé par l'embauche de personnel de nationalité étrangère.

En ce qui concerne l'effectif dans le secteur des autres professionnels du secteur financier (PSF), celui-ci poursuit sa progression à l'instar de ces dernières années. Au 30 juin 2002, l'emploi dans le secteur des PSF comprend 4 367 personnes contre 4 329 personnes au 31 mars 2002, ce qui correspond à une augmentation de 38 unités, soit une hausse de 0,9% sur le trimestre sous revue. Par rapport à l'évolution de l'emploi au cours des trimestres précédents, l'on constate néanmoins un très net ralentissement de la création d'emplois au cours du second trimestre.

Sur une base annuelle, l'emploi dans le secteur des PSF a crû de 464 unités, soit +11,9%, tandis que, par rapport au début de l'année en cours, l'effectif a progressé de 168 unités, soit une hausse de 4,0%, ce qui confirme que le rythme de progression a surtout subi un frein au cours du deuxième trimestre.

Le secteur des PSF continue d'employer une importante proportion de personnel d'origine étrangère. Ainsi, au 30 juin 2002, 3 714 personnes employées au sein du secteur des PSF étaient de nationalité étrangère et 653 personnes employées étaient de nationalité luxembourgeoise, chiffres qui continuent de confirmer la stabilité de leurs proportions autour de 85%/15% de l'ensemble de l'effectif au sein de ce secteur.

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

Les résultats des banques luxembourgeoises au 31 mars 2002 avaient laissé apparaître une diminution des revenus des banques: le résultat brut était en réduction de 1,4% sur un an en raison des baisses observées tant au niveau de la marge sur intérêts (-1,2%) que des revenus nets hors intérêts (-1,7%). Pour ces derniers une forte baisse du solde sur commission était cependant atténuée par une nette augmentation des revenus sur divers dus essentiellement à la réalisation de plus-values non récurrentes. La baisse du résultat brut (-31 millions d'euros) était néanmoins compensée par une diminution des coûts (notamment des frais d'exploitation), ce qui permettait de garder un résultat avant provisions quasi stable par rapport à celui observé au 30 juin 2001.

La marge sur intérêts est en régression de 4,5% et atteint 2 112 millions d'euros au 30 juin 2002 contre 2 211 à la même date de l'année précédente. D'une part, cette diminution s'explique par une réduction des volumes, la somme de bilan moyenne par trimestre s'étant réduit entre le premier et le deuxième trimestre de l'année 2002. D'autre part, contrairement à l'année 2001, une baisse des taux directeurs de la BCE ne s'est pas produite, réduisant ainsi également la possibilité des banques à procéder à des transformations d'échéances qui permettent d'augmenter les revenus sur intérêts. Fin juin 2002, les intérêts perçus s'élèvent

à 20 601 millions d'euros (en baisse de 24,8% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés sont d'un montant de 18 489 millions d'euros (en diminution de 26,5% par rapport au 30 juin 2001). L'analyse des données relatives à chacun des deux premiers trimestres de l'année en cours pris individuellement révèle que la marge sur intérêts a diminué de 8,3% (-92 millions d'euros) d'un trimestre à l'autre: elle s'établissait ainsi à 1 102 millions d'euros pour le premier trimestre, contre 1 010 millions d'euros pour le second trimestre.

Le résultat hors intérêts subit pour sa part une dégradation encore plus nette que celle de la marge sur intérêts, diminuant de 13,0% (-278 millions d'euros) sur un an, pour s'établir à 1 864 millions d'euros au 30 juin 2002 (contre 2 142 millions d'euros au 30 juin 2001). Cette baisse trouve principalement son origine dans la chute des revenus sur divers qui se chiffre à 194 millions d'euros (-46,6%) sur 12 mois, soit 222 millions d'euros au 30 juin 2002 contre 416 millions d'euros un an auparavant. Cette baisse notable s'explique essentiellement par un effet de base provenant de plus-values substantielles réalisées au cours du premier trimestre de l'année 2001.

Les autres revenus nets sont également en diminution. Toutefois, le solde sur commissions, qui s'établit à 1 393 millions d'euros au 30 juin 2002, contre 1 436 millions d'euros au 30 juin 2001 (-3,0% ou 43 millions d'euros sur 12 mois) se redresse légèrement par rapport aux chiffres du premier trimestre. Les revenus sur opérations de change s'élèvent à 114 millions d'euros au 30 juin 2002, contre 133 millions d'euros un an auparavant (-19 millions d'euros, soit -14,3%). Enfin, les revenus sur réalisation de titres sont d'un montant de 135 millions d'euros au 30 juin 2002, alors qu'ils étaient de 157 millions d'euros au 30 juin 2001 (soit -22 millions d'euros ou bien -14,0%).

L'évolution comparée des deux premiers trimestres de l'année 2002 confirme cette dégradation des revenus nets: ceux-ci connaissent une diminution globale de 162 millions d'euros (-16,0%) d'un trimestre à l'autre, s'élevant à 1 013 millions d'euros au premier trimestre contre seulement 851 millions d'euros pour le second trimestre.

**Tableau 17 Evolution des comptes de profits et pertes des établissements luxembourgeois <sup>1)2)</sup>**

		2001 / 06	2002 / 06	Variation en pourcentage	Variation en termes brutes
1	Intérêts et dividendes perçus	27 382	20 601	-24,8	-6 781
2	Intérêts bonifiés	25 171	18 489	-26,5	-6 682
3	Marge sur intérêt	2 211	2 112	-4,5	-99
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	157	135	-14,0	22
5	sur commissions	1 436	1 393	-3,0	-43
6	sur opérations de change	133	114	-14,3	-19
7	sur divers	416	222	-46,6	-194
8	Revenus nets (4+5+6+7)	2 142	1 864	-13,0	-278
9	Résultat brut (3+8)	4 353	3 976	-8,7	-377
10	Frais de personnel	873	893	2,3	20
11	Frais d'exploitation	737	687	-6,8	-50
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 610	1 580	-1,9	-30
13	Impôts divers, taxes et redevances	47	34	-27,7	-13
14	Amortissements sur immobilisé non financier	158	143	-9,5	-15
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	2 538	2 219	-12,6	-319

Source: BCL

<sup>1)</sup> Résultats des établissements de crédit luxembourgeois à l'exclusion des succursales

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

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

Le résultat brut atteint 3 976 millions d'euros au 30 juin 2002, soit une diminution de 8,7% sur 12 mois. Le résultat brut dégagé sur le second trimestre de l'année 2002 s'est élevé à 1 861 millions d'euros, alors qu'il était de 2 115 millions d'euros au 31 mars 2002: d'un trimestre à l'autre, le résultat brut se dégrade donc de 12,0%.

Face à cette nette diminution du résultat brut, on observe que les banques s'efforcent d'appliquer une meilleure maîtrise des coûts, puisque les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) sont en baisse de 1,9% (-30 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 1 580 millions d'euros au 30 juin 2002.

Si l'évolution sur les douze derniers mois des frais de personnel se traduit par une légère hausse de 2,3%,

on assiste par contre à une nette diminution de 6,8% des frais d'exploitation. De plus, l'analyse comparée des deux premiers trimestres de 2002 met en évidence la poursuite et l'intensification de cette politique de réduction des coûts de fonctionnement. Ainsi, les frais de personnel ont représenté 430 millions d'euros au second trimestre 2002, contre 463 millions d'euros sur les trois premiers mois de l'année, soit une réduction de 7,1 %. De même, les frais d'exploitation ont baissé de 7,6% en trois mois. Ces derniers ne sont pas seulement liés à l'évolution de l'effectif mais comprennent surtout des frais de consultance informatique et également des frais de déplacement (voyages d'affaires) et de représentation, des honoraires et des fournitures de bureau qui ont été nettement réduites par les banques. Dans ces conditions, l'ensemble des frais de fonctionnement ont connu une diminution de 7,3% (-60 millions d'euros) entre les deux trimestres, s'établissant à 760 millions d'euros pour le second trimestre. Cette baisse n'étonne pas si on considère l'évolution de l'emploi dans les établissements de crédit; après plusieurs années de croissance à un rythme très élevé la création d'emplois dans les établissements de crédit s'est arrêtée.

Il convient enfin de noter une baisse sensible des impôts divers et des amortissements sur immobilisé non-financier: -28 millions d'euros entre la mi-2002 et la mi-2001.

Compte tenu des diverses évolutions développées ci-dessus, le résultat avant provisions atteint 2 219 millions d'euros au 30 juin 2002 et connaît donc une diminution de 12,6% sur 12 mois. Le résultat avant provisions dégagé sur le second trimestre 2002 s'est élevé à 1 014 millions d'euros, contre 1 205 millions d'euros sur le premier trimestre, soit une baisse de 15,9%.

### 1.1.9 Le commerce extérieur

Sur les cinq premiers mois de l'année en cours, le déficit du commerce extérieur s'est détérioré de 15,1% par rapport à la même période de l'année 2001 pour s'établir à 1 369 millions d'euros. La baisse des exportations dans les secteurs d'articles manufacturés, de machines et équipements, d'une part, et la croissance des importations du matériel de transport, d'autre part, sont à la base de cette dégradation du solde commercial.

En termes nominaux, les exportations ont baissé de 2,7% au cours des cinq premiers mois de l'année 2002 alors que les importations de marchandises ont affiché une légère progression de 1,5% par rapport à la même période de l'année précédente. En termes réels, la baisse des exportations s'est avérée plus importante du fait que l'indice des volumes exportés s'est contracté en moyenne de 6,8% alors que celui des volumes importés était en hausse de 1,2%. La chute des exportations en valeur a été limitée à 2,7% à cause d'une appréciation de 4,1% de l'indice moyen des prix unitaires des biens exportés. L'indice des valeurs unitaires des biens importés n'a progressé que faiblement (+0,3%), ce qui explique l'amélioration des termes de l'échange (+3,8% en moyenne) sur la période analysée.

La mauvaise performance des exportations s'explique surtout par la baisse conjoncturelle observée dans le secteur industriel et en particulier dans la sidérurgie suite à la faiblesse de la demande mondiale. Le secteur sidérurgique reste le plus touché comme en témoigne la baisse de 11,6% (en terme de variation annuelle) des fournitures d'articles manufacturés en métaux communs. Les autres articles manufacturés classés d'après la matière première ont également chuté de 1,5%. L'impact de ces baisses sur le solde commercial est

d'autant plus fort que ces deux catégories de biens représentent près de 43% de toutes les marchandises exportées par le Luxembourg sur les cinq premiers mois de l'année 2002. Parmi les autres catégories d'exportations en recul, il y a lieu de citer les machines et équipements (-5,8%), les boissons et tabac (-9,5%), ainsi que les produits chimiques et connexes (-1,1%). Ces derniers produits représentent 32% de toutes les exportations sur les cinq premiers mois de l'année en cours.

Les principales catégories de produits exportés ont donc enregistré une tendance baissière marquée depuis le début de l'année 2002, exception faite des articles manufacturés divers, du matériel de transport ainsi que des produits alimentaires et animaux vivants. Toutefois, sur la période analysée, ces trois catégories ne représentent que 23,7 % de toutes les ventes de biens à l'étranger.

En terme de ventilation géographique, sur les cinq premiers mois 2002, seules les exportations vers les pays membres de l'UEM ont légèrement augmenté de 0,6%. Les Etats membres de la zone euro ont absorbé 77% des exportations luxembourgeoises. Les ventes de marchandises en dehors de la zone euro ont fortement régressé. Ainsi, les exportations vers l'Amérique se sont contractées de 39,9% en variations annuelles tandis que celles vers l'Asie se sont réduites de 14%.

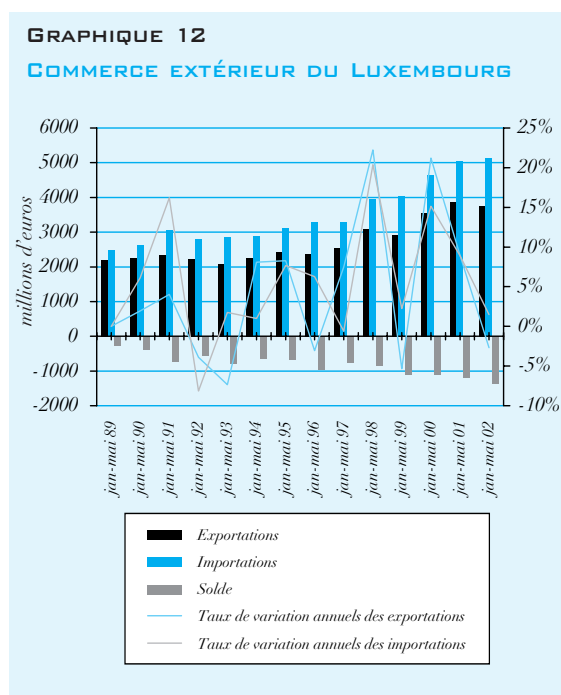
La légère hausse de 1,5% des importations s'explique essentiellement par les livraisons substantielles dans le secteur du matériel de transport, qui a enregistré une croissance de 12%. Ce secteur inclut notamment l'acquisition d'un satellite, survenue au premier trimestre 2002. Notons également des taux de croissance positifs pour les articles manufacturés classés d'après la matière première et pour les articles manufacturés divers. Les trois secteurs précités représentent près de la moitié de toutes les fournitures importées par le Luxembourg.

Parmi les produits importés en baisse, on peut citer notamment les machines et équipements, les huiles et graisses, les boissons et tabac, ainsi que les articles manufacturés en métaux communs.

Bien que les achats de marchandises en provenance de la zone euro n'aient augmenté que légèrement (0,3%), sur les cinq premiers mois de l'année 2002, ils continuent de représenter 83% de toutes les importations luxembourgeoises. Ce sont surtout les livraisons en



provenance des Etats-Unis (à mettre en relation avec le matériel de transport indiqué ci-dessus) qui expliquent l'essentiel de la croissance totale des importations. En effet, ces dernières en provenance des pays de l'Asie et des pays européens non membres de la zone euro se sont repliées.



Source: STATEC

### 1.1.10 La balance des paiements courants

#### 1.1.10.1 Hausse substantielle de l'excédent du compte courant

Tableau 18 *Soldes de la balance des paiements courants*

(en millions d'euros)

	2000 T <sub>1</sub>	2001 T <sub>1</sub>	2002 T <sub>1</sub> <sup>(1)</sup>
Opérations courantes	991	740	1 090
Biens	-596	-356	-358
Services	1 961	1 757	2 111
Rémunération des salariés	-518	-639	-776
Revenu des investissements <sup>(2)</sup>	283	220	349
Transferts courants	-139	-242	-237

Notes: <sup>(1)</sup> Chiffres provisoires <sup>(2)</sup> y compris les bénéfices réinvestis  
Source: BCL, STATEC

Au premier trimestre 2002, le compte des transactions courantes s'est soldé par un excédent de 1 090 millions d'euros contre 740 millions au cours du même trimestre de l'année 2001, soit une nette progression de 47,3%. Cette hausse exceptionnelle résulte essentiellement de prestations de services financiers dont la contribution nette s'est établie à 1 729 millions d'euros, soit une augmentation de 12,4% en variation annuelle. L'excédent substantiel des services financiers est davantage lié à une réduction exceptionnelle (-8,2% sur un an) des importations de services financiers qu'à une embellie des exportations, car celles-ci sont restées presque stables (+0,5%). Les importations de services financiers sont liées aux activités de consultance et d'audit dont bénéficie particulièrement le secteur des OPC. Outre l'excédent des services financiers, on note une bonne performance des services de communication et des activités de transport tandis que les recettes nettes de services d'assurance et de «voyages» sont en recul.

La balance des marchandises a enregistré un déficit de 358 millions d'euros, en progression de 0,4% seulement par rapport à celui enregistré au même trimestre de l'année précédente. Du point de vue de la balance des paiements, la détérioration du solde des marchandises s'est ralentie suite à une croissance plus forte des exportations (+7% en valeur) par rapport à celle des importations de marchandises (+6% en valeur). Il y a donc une divergence par rapport aux chiffres du commerce extérieur qui font état, au premier trimestre 2002, d'une réduction des exportations de 3,7% et une progression des importations de 1,4%. Cette différence est attribuable à des facteurs d'ordre méthodologique. Ainsi, les ventes d'or non monétaire à l'étranger ainsi que les achats de carburant au Luxembourg par des professionnels routiers, non enregistrés par les statistiques du commerce extérieur, expliqueraient plus de 200 millions d'euros d'écart entre le déficit commercial renseigné par les statistiques du commerce extérieur et celui renseigné par la balance de marchandises. L'écart restant est expliqué par le principe même de l'enregistrement. En effet, les marchandises enregistrées par les statistiques du commerce extérieur incluent les frais de chargement, alors que la balance de paiements les enregistre sur une base franco à bord.

La balance des revenus affiche un déficit global de 426 millions d'euros. Ce solde négatif est dû à la rémunération

nette des salariés qui reste traditionnellement déficitaire. En comparaison avec le premier trimestre 2001, la rémunération nette des frontaliers continue à enregistrer une croissance soutenue (+21%) même si elle a affiché un recul de 6% par rapport au dernier trimestre 2001.

Notons que le nombre total de travailleurs frontaliers a augmenté au premier trimestre 2002, en s'établissant, fin mars 2002, à 101 319 unités contre 94 492 au même mois de l'an 2001. Les revenus des investissements se sont établis à des niveaux moins élevés que dans le passé. Toutefois, le surplus de 856 millions d'euros rapporté par les investissements de portefeuille et l'excédent de 781 millions d'euros à titre de revenus des autres investissements (essentiellement des prêts octroyés à des non-résidents) sont largement amputés par le déficit de 1 287 millions d'euros dégagé au niveau des revenus des investissements directs. Ces derniers correspondent aux dividendes dus par les filiales établies au Luxembourg à leurs maisons mères.

Enfin au premier trimestre 2002, les transferts courants ont présenté globalement un déficit de 237 millions d'euros dont 133 millions pour les administrations publiques. Il s'agit surtout des contributions de l'Etat luxembourgeois aux institutions internationales et de l'aide au développement.

#### 1.1.10.2 Léger déficit dans le compte de capital

Le compte de capital, qui enregistre, entre autres, les transferts des migrants, les remises des dettes et les transferts d'actifs non financiers non produits, a accusé un déficit total de 17 millions d'euros au premier trimestre 2002. Ce déficit est dû aux transferts en capital de 21 millions d'euros accordés par les administrations publiques luxembourgeoises alors que les autres secteurs ont bénéficié des transferts nets positifs au titre d'actifs non financiers non produits.

#### 1.1.10.3 Compte financier

Au premier trimestre 2002, le compte financier a dégagé des entrées nettes en faveur du Luxembourg pour un montant global de 952 millions d'euros. Toutefois, les contributions de différentes composantes à ces entrées sont contrastées.



### Investissements directs

Globalement, au premier trimestre 2002, les résidents luxembourgeois ont réalisé des investissements directs<sup>21</sup> à l'étranger pour un montant total de 25 826 millions d'euros. Ces opérations ont pris, pour près d'un quart, la forme d'opérations en capital et pour le reste la forme de prêts accordés à des entreprises affiliées par le secteur autre que les établissements de crédit.

Les opérations en capital ont atteint 5 982 millions d'euros et résultent de la fusion des trois grandes sociétés européennes dans le secteur sidérurgique. L'économie luxembourgeoise a également effectué, sous la forme de prêts accordés aux entreprises affiliées du secteur autre que les établissements de crédit, des investissements directs à l'étranger pour un montant total de 19 737 millions d'euros. Ces dernières opérations sont essentiellement le résultat de plusieurs opérations de prêts intragroupes. Au cours du premier trimestre 2002, des entrées ont été enregistrées à titre d'investissements directs pour un montant global de 14 748 millions d'euros. Ces entrées ont pris essentiellement (pour 11 982 millions d'euros) la forme de prêts accordés aux entreprises affiliées du secteur autre que les établissements de crédit.

### Investissements de portefeuille

Dans l'ensemble, les investissements de portefeuille ont été caractérisés par des entrées importantes atteignant 32 283 millions d'euros. Du côté des avoirs, les résidents luxembourgeois ont vendu et/ou bénéficié de remboursements de titres pour un montant total de 2 898 millions d'euros. Toutefois, les investissements en actions se sont traduits par des sorties nettes de 2 402 millions d'euros. En ce qui concerne les titres d'endettement, les résidents ont acheté globalement des obligations pour 3 474 millions. Le comportement adopté diffère selon le secteur d'activité. Ainsi, les établissements de crédit ont acquis des obligations émises par des non-résidents à concurrence de 12 488 millions d'euros tandis que les autres secteurs en ont vendu ou reçu en remboursement à concurrence de 9 014 millions d'euros. A propos des avoirs en titres du marché monétaire, les résidents ont vendu ou reçu en remboursement plus qu'ils n'en ont acheté à l'étranger. Ainsi le secteur des établissements de crédit

a réalisé des entrées sur les titres du marché monétaire pour un montant total de 2 293 millions d'euros contre 6 577 millions d'euros pour les autres secteurs.

En ce qui concerne les engagements en investissements de portefeuille, au premier trimestre 2002, on a enregistré une forte activité des émissions de titres de participation et des émissions de titres du marché monétaire. Ainsi, le secteur autre que les autorités monétaires ou les administrations publiques a émis des titres de participation pour 15 525 millions d'euros (dont 14 700 millions pour les parts d'OPC) contre 6 096 millions pour les institutions financières monétaires. L'acquisition, par des non-résidents, d'obligations et d'instruments du marché monétaire émis par des résidents luxembourgeois, a atteint globalement 7 763 millions d'euros au premier trimestre 2002. Les entrées de capitaux totalisent donc au passif 29 385 millions d'euros au premier trimestre 2002.

### Autres investissements

Sous cette rubrique, la balance des paiements enregistre toutes les opérations sur actifs et passifs financiers qui ne sont pas couverts par les investissements directs, les investissements de portefeuille et les avoirs de réserve. Il s'agit essentiellement des crédits commerciaux, prêts, monnaies fiduciaires, dépôts, divers produits à recevoir et charges à payer.

Les flux de capitaux enregistrés par la rubrique «autres investissements» ont abouti à des sorties nettes de 20 321 millions d'euros au premier trimestre 2002. La rubrique «autres passifs» du secteur établissements de crédit a enregistré une diminution des engagements envers l'étranger pour un montant de 16 895 millions d'euros dont 10 793 millions pour les échéances inférieures à une année.

Les avoirs des établissements de crédit luxembourgeois à l'étranger ont subi une diminution de l'ordre de 9 438 millions d'euros. De nouveau, cette baisse a été constatée essentiellement pour des échéances courtes (6 666 millions). Par contre, les autres secteurs ont augmenté leurs avoirs à l'étranger, ce qui s'est traduit par des sorties de 12 056 millions d'euros. Dans l'ensemble, à l'actif, les autres investissements enregistrent donc des sorties nettes de 2 617 millions d'euros.

---

<sup>21</sup> Y compris les bénéfices réinvestis.

Au premier trimestre 2002, les autorités monétaires ont vu leurs avoirs de réserve augmenter de 28,7 millions d'euros.

Enfin, les erreurs et omissions nettes s'élèvent à 2 025 millions d'euros. Ce montant, qui paraît a priori élevé, ne constitue pourtant pas un indicateur primordial

de qualité du fait que les erreurs importantes peuvent se compenser pour laisser un solde négligeable. De plus, ces erreurs paraissent marginales car elles représentent moins de 0,01% des flux totaux enregistrés, qui se situent aux environs de 2 000 milliards d'euros.

**Tableau 19 Compte financier** <sup>1), 2)</sup>

*(en millions d'euros)*

	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Solde</i>
Investissements directs à l'étranger			-25 826
Investissements directs au Luxembourg			14 748
Investissements de portefeuille	2 898	29 385	32 283
Produits financiers dérivés			98
Autres investissements	-2 617	-17 704	-20 321
Avoirs de réserve <sup>3)</sup>			-28,7

Notes: <sup>1)</sup> Chiffres provisoires

<sup>2)</sup> Pour le compte financier, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie

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

Source: BCL, STATEC

### Le système de comptabilisation en partie double

Le système d'enregistrement des opérations dans la balance des paiements est basé sur les principes de la comptabilité en partie double. Toute inscription doit être balancée par une écriture de contrepartie. Toutes les transactions sont donc enregistrées sous forme de crédits et de débits. Ceci implique que la somme de tous les crédits devrait être égale à la somme de tous les débits.

Or, alors que dans une entreprise, le comptable connaît à tout moment les deux parties de l'écriture comptable, le statisticien de la balance des paiements les collecte auprès de sources différentes. En pratique, l'équilibre des comptes est donc difficile à atteindre et le poste des Erreurs et Omissions permet d'équilibrer les comptes.

**Tableau 20 Signification économique des débits et des crédits**

	<i>compte des transactions courantes</i>	<i>compte des opérations financières</i>
Crédit	<ul style="list-style-type: none"> <li>• exportations de biens et de services</li> <li>• revenus à recevoir</li> <li>• transferts reçus sans contrepartie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• diminution des avoirs extérieurs</li> <li>• augmentation des engagements extérieurs</li> </ul>
Débit	<ul style="list-style-type: none"> <li>• importations de biens et de services</li> <li>• revenus à payer</li> <li>• transferts fournis sans contrepartie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• augmentation des avoirs extérieurs</li> <li>• diminution des engagements extérieurs</li> </ul>

Le solde pour une composante type donnée correspond à la différence entre les «crédits» et les «débits».

Exemples:

- Prenons le cas d'une entreprise luxembourgeoise qui vend des fournitures pour un montant total de 1 million d'euros à une société allemande. Supposons de même que le client allemand verse le montant équivalent aux prix des marchandises sur un compte de la société luxembourgeoise auprès d'un établissement de crédit allemand.

Au niveau de la balance des paiements, les deux opérations suivantes sont à enregistrer:

	<i>Crédit</i>	<i>Débit</i>
Compte courant – Biens	€ 1 million	
Compte financier - Dépôt monétaire à l'étranger		€ 1 million

- Prenons le cas d'un établissement de crédit luxembourgeois qui achète des obligations d'émetteurs brésiliens sur le marché secondaire pour une valeur totale de 10 millions d'euros. A cet effet il a liquidé un dépôt détenu auprès d'un intermédiaire financier brésilien.

	<i>Crédit</i>	<i>Débit</i>
Compte financier – Obligations		€ 10 millions
Compte financier - Dépôt monétaire à l'étranger	€ 10 millions	

De par cette opération, toute chose restant égale par ailleurs, le portefeuille titre de l'établissement de crédit augmentera en contrepartie d'une diminution de ses dépôts en numéraire.

### Présentation de la balance des paiements dans les tableaux statistiques

La présentation de la balance des paiements du Luxembourg est conforme à la convention de signes adoptée, sous l'égide de la BCE, par toutes les banques centrales membres de l'Eurosystème. Il a été convenu qu'au niveau du compte courant et du compte de capital, les crédits et les débits soient indiqués avec un signe positif (+). Le solde correspond à la différence entre les «crédits» et les «débits».

Pour le compte financier, les «crédits» et les «débits» correspondant aux flux bruts n'apparaissent pas directement dans le tableau. Seuls les soldes figurent dans le tableau. Le tableau suivant indique de manière synthétique l'interprétation des différentes colonnes:

**Tableau 21** *Compte financier*

	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Balance</i>
Augmentation nette	-	+	+ ou – selon le cas
Diminution nette	+	-	+ ou – selon le cas

En effet, à titre d'exemple, un achat de titres d'émetteurs non-luxembourgeois par un résident est enregistré dans la balance des paiements sous forme d'une augmentation des avoirs. S'il s'agissait de la seule opération réalisée par des résidents sur la période de référence, le solde de la composante « titres » aurait été présenté avec un signe négatif indiquant une augmentation nette de la position de titres d'émetteurs non-résidents détenus par des résidents luxembourgeois.

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

Le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est resté inchangé à 3,25% depuis le 8 novembre 2001, date

de la dernière réduction des taux directeurs. Les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont également restés égaux à respectivement 4,25% et 2,25%.

Tableau 22 *Opérations sur taux opérées par l'Eurosystème*

	Opérations principales de refinancement	Facilité de dépôt	Facilité de crédit marginal
10 mai 2001	4,50% (-0,25)	3,50% (-0,25)	5,50% (-0,25)
30 août 2001	4,25% (-0,25)	3,25% (-0,25)	5,25% (-0,25)
17 septembre 2001	3,75% (-0,50)	2,75% (-0,50)	4,75% (-0,50)
8 novembre 2001	3,25% (-0,50)	2,25% (-0,50)	4,25% (-0,50)

Source: BCE

Depuis lors, l'évaluation des informations contenues dans les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème indique que le niveau actuel des taux d'intérêt permet d'assurer le maintien de la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro. Au deuxième trimestre 2002, la balance des risques en matière de stabilité des prix à moyen terme est devenue moins favorable qu'elle ne l'était vers la fin de l'année 2001. Cependant, au troisième trimestre, celle-ci est devenue plus équilibrée, même si les récentes évolutions continuent d'envoyer des signaux contrastés.

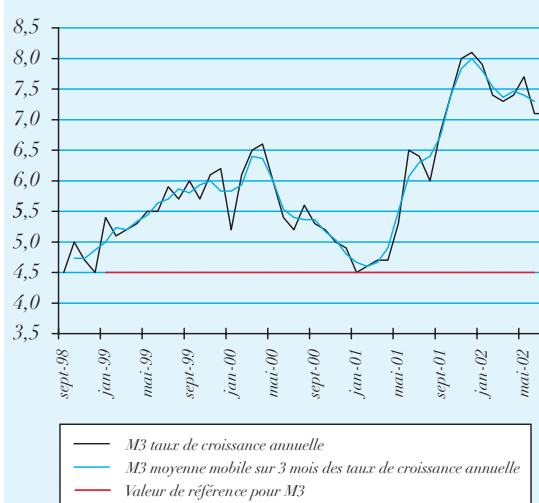
En ce qui concerne le premier pilier, le taux de croissance annuel de la masse monétaire M3 est resté à un niveau élevé pendant le premier semestre 2002. En effet, la moyenne mobile des taux de croissance annuels des trois derniers mois (période allant de mai 2002 à juillet 2002) s'est établie à 7,3%. Même si les récentes évolutions monétaires font apparaître un fléchissement de la dynamique de croissance de M3 par rapport aux premiers mois de l'année, celle-ci est restée assez soutenue.

Le rythme de progression annuelle soutenu de la masse monétaire M3 s'explique principalement par des arbitrages de portefeuille en faveur d'actifs liquides opérés dans un contexte d'importantes incertitudes dans les marchés financiers. Néanmoins, certains facteurs plus fondamentaux, tels que le bas niveau des taux d'intérêt et la reprise économique dans la zone euro, ont

également favorisé l'expansion monétaire au cours des derniers mois.

Globalement, l'excès de liquidité disponible dans la zone euro par rapport aux besoins liés au financement d'une croissance durable et non inflationniste est demeuré un sujet de préoccupation.

GRAPHIQUE 12  
CROISSANCE DE M3 DE LA ZONE EURO  
EN %

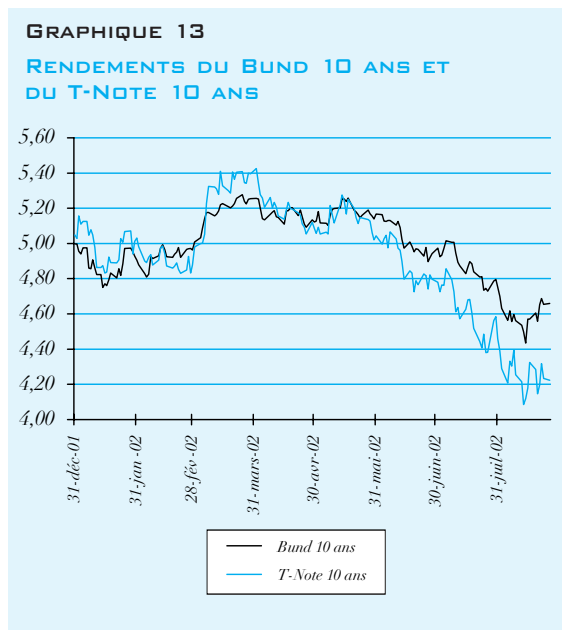


Source: BCE

S'agissant du second pilier, les informations récentes ont confirmé le scénario d'une reprise progressive de l'activité économique au cours de l'année. Cependant, beaucoup d'incertitudes existent quant à la vigueur de la reprise actuelle. Celles-ci sont notamment dues aux déséquilibres qui existent dans d'autres parties du monde ainsi qu'à la chute prononcée des marchés financiers.

En ce qui concerne l'évolution des prix, l'inflation est revenue à un niveau légèrement inférieur à ou proche de 2%, notamment du fait des effets de base liés aux prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés. Dans l'ensemble, si l'appréciation du cours de l'euro contribue à réduire les tensions inflationnistes, d'autres facteurs, dont les évolutions monétaires et salariales, risqueraient d'accroître les tensions sur les prix.

### 1.2.2 Les rendements des titres publics à long terme



Source: Bloomberg

Les taux obligataires publics à long terme ont globalement suivi une trajectoire identique aux Etats-Unis et en Europe.

Pendant les premiers mois de l'année 2002, les taux à long terme ont peu varié sur fond de signaux contradictoires quant aux perspectives économiques internationales.

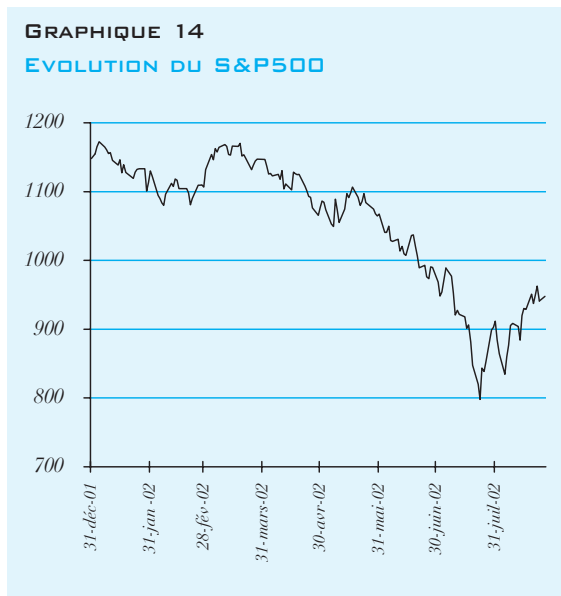
Ensuite, en mars 2002, un mouvement haussier sensible s'est manifesté. Ce rebond semble avoir traduit l'arrêt du report sur les valeurs refuges suite aux attentats du 11 septembre 2001, ainsi qu'un regain d'optimisme quant aux perspectives de l'activité économique. Néanmoins, de nouvelles tensions ont été provoquées par les incertitudes quant à la fiabilité des résultats publiés par de nombreuses entreprises américaines et notamment par les inquiétudes concernant les pratiques comptables employées.

A partir du début du mois d'avril 2002, les rendements obligataires publics à long terme se sont à nouveau repliés alors que les opérateurs de marché ont revu à la baisse leurs anticipations de croissance économique. Aux Etats-Unis, ce recul semble s'expliquer principalement par la publication de données macroéconomiques moins favorables que prévu et par la persistance de tensions politiques au Moyen-Orient. Dans la zone euro, ces évolutions résultent aussi du fait que les opérateurs de marché sont moins confiants quant aux perspectives de croissance économique.

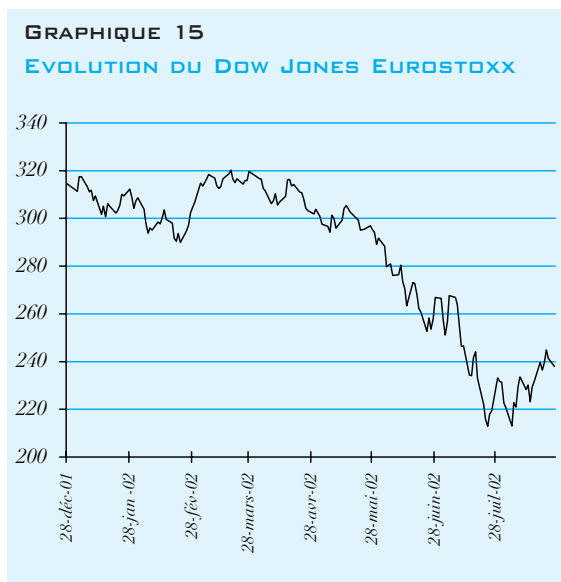
Ce repli s'est ensuite fortement accentué depuis le mois de juin 2002. Suite à l'intensification des turbulences sur les marchés boursiers, ce recul est certes à attribuer, dans une large mesure, à la poursuite du mouvement de report sur les valeurs sûres au détriment des actions et au profit des emprunts publics. De plus, les opérateurs de marché ont considéré la reprise économique plus incertaine et moins vigoureuse que prévu.

En date du 26 août 2002, date de clôture de la prise en compte de données pour la présente publication, les rendements publics à 10 ans de la zone euro, représentés ici par l'obligation de l'Etat allemand «Bund 10 ans», ont atteint 4,66%. Le rendement de l'emprunt obligataire public américain à 10 ans «T-Note 10 ans», quant à lui, s'est établi à 4,22% à la même date.

### 1.2.3 Les marchés boursiers



Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

Les cours des actions ont été globalement stables pendant les deux premiers mois de l'année. D'un côté, les opérateurs de marché sont devenus plus optimistes quant aux perspectives de croissance économique. Mais, d'un autre côté, ils sont restés prudents quant à l'ampleur de cette reprise. Même si les signes d'un redémarrage de l'activité économique aux Etats-Unis et dans la zone euro ont été perceptibles, les doutes entourant les perspectives de redressement des résultats d'entreprises ont continué de peser sur les marchés.

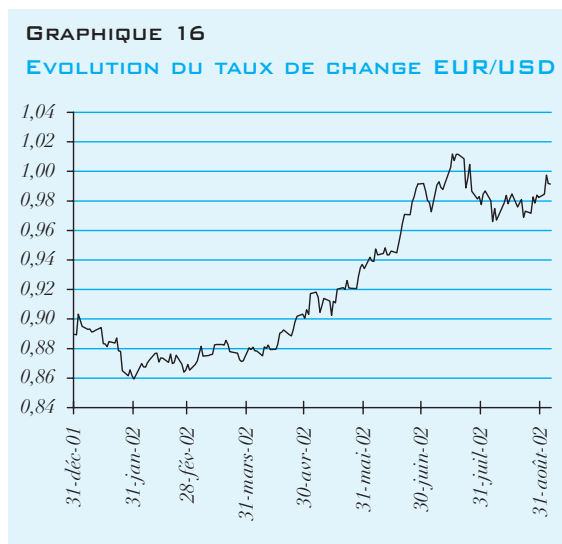
A la fin du mois de février, les marchés boursiers ont enregistré un bref rebond suite à un regain d'optimisme. En effet, la publication d'une série d'indicateurs économiques supérieurs aux attentes a contribué à susciter des anticipations plus favorables quant à la reprise de la croissance économique. Or, le rebond du cours des actions n'aura été que de courte durée et les bourses ont de nouveau souffert à partir de la mi-mars.

L'atténuation de l'optimisme des opérateurs de marché quant aux perspectives de l'économie mondiale et leurs inquiétudes relatives aux pratiques comptables et à la fiabilité des résultats publiés par les entreprises américaines ont pesé sur les bourses américaines et se sont propagées rapidement aux marchés boursiers de la zone euro.

A partir du mois de juin, la faiblesse des bénéfices communiqués par les entreprises et la persistance des préoccupations concernant la fiabilité de leurs comptes financiers ont intensifié le recul des principaux indices boursiers. Les cours boursiers ont également pâti des publications de données macroéconomiques inférieures aux attentes.

En date du 26 août 2002, le S&P500 a reculé de 17,43% depuis le début de l'année et le Dow Jones Eurostoxx de 24,32%. Les baisses intervenues dans la zone euro ont été plus importantes que celles enregistrées aux Etats-Unis, ce qui résulte notamment de leur plus forte pondération en valeurs technologiques et télécommunications. En effet, bien que la baisse des cours des actions ait été généralisée, ces deux secteurs ont été les plus fortement touchés.

## 1.2.4 Le taux de change de l'euro



Source: Bloomberg

Pendant les premiers mois de l'année 2002, le cours de l'euro par rapport au dollar a été principalement influencé par les facteurs suivants: d'un côté, les chiffres macroéconomiques publiés à partir de la fin janvier 2002 ont évoqué un redressement économique plus dynamique aux Etats-Unis qu'en Europe. D'un autre côté, la situation politique au Moyen-Orient ainsi que la faiblesse persistante des marchés boursiers américains ont continué à peser sur le dollar.

A partir du mois d'avril, les marchés des changes ont enregistré un affaiblissement général du dollar dans un contexte d'inquiétudes quant à la consommation privée aux Etats-Unis ainsi que quant aux résultats futurs des entreprises américaines. A cela se sont ajoutés les doutes quant à la capacité du gouvernement américain à maintenir sa politique du dollar fort pesant sur la compétitivité des exportations américaines et sur le déficit courant américain.

Par la suite, le dollar a continué de se déprécier face à l'euro suite à la publication d'indicateurs selon lesquels l'économie américaine pourrait croître à un rythme plus lent qu'escompté par les marchés financiers. En outre, les opérateurs de marché se sont de plus en plus inquiétés de l'ampleur du déficit courant américain ainsi que des pratiques comptables et de la gestion des entreprises américaines. Ces pressions ont été ampli-

fiées par le recul récurrent des marchés des actions américains.

Dans ce contexte, l'euro s'est raffermi par rapport au dollar pour atteindre USD 1,01 au cours de la troisième semaine de juillet, son plus haut niveau depuis janvier 2000. Vers la fin du mois, le dollar a effacé une partie de ses pertes antérieures face à l'euro. Depuis lors, l'euro a fluctué dans une fourchette étroite comprise entre 97 et 99 cents. En date du 5 septembre 2002, un euro valait 99,15 cents US contre 88,95 à la fin de l'année 2001.

## 1.2.5 L'évolution des prix et des coûts

### 1.2.5.1 Prix à la consommation

L'inflation de la zone euro, mesurée par l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), après avoir diminué depuis juin 2001, s'est fortement accentuée en janvier 2002, atteignant 2,7% suite à une hausse de 0,7 point de pourcentage du taux de progression annuel. L'accélération du rythme de progression de l'IPCH a résulté d'un certain nombre de chocs spécifiques, tels que le renchérissement du pétrole et des produits alimentaires non transformés. Le taux annuel d'inflation a repris par la suite sa tendance baissière pour atteindre 1,8% en juin 2003. Le recul du taux de progression annuel s'explique par l'atténuation progressive des pressions sur les prix des produits alimentaires non transformés ainsi que par la contribution négative des prix de l'énergie. La légère accentuation du rythme annuel de progression de l'IPCH en juillet, passant à 1,9%, est essentiellement le reflet d'un effet de base défavorable lié au recul des cours du pétrole douze mois auparavant.

L'évolution de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie diverge cependant de celle de l'indice global, orienté à la baisse, puisque le taux de progression annuel s'est stabilisé à un niveau élevé au cours des six premiers mois de l'année 2002 (2,6%), pour fléchir de 0,1 point de pourcentage en juillet 2002.

Les effets du renchérissement des produits alimentaires non transformés, observés au début de l'année 2002 et dus aux conditions météorologiques défavorables dans certains pays de la zone euro à cette période, s'estompent progressivement. En effet, on a observé

une importante atténuation du rythme annuel de progression du sous-indice en question au cours des derniers mois. Ce taux de progression annuel est ressorti à 0,9% en juillet après avoir affiché encore 8,4% en janvier 2002.

En glissement annuel, le taux de croissance des prix des produits alimentaires transformés s'est quelque peu modéré au cours des derniers mois après avoir atteint une pointe de 3,8% en janvier pour revenir progressivement à 2,9% en juillet 2002.

**Tableau 23 Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro**

(variations annuelles en pourcentage)

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

Source: Eurostat

Le rythme annuel de contraction des prix de l'énergie a oscillé entre -0,5% et -3,6% au cours des sept premiers mois de l'année en cours. Le fait d'utiliser le taux de variation mensuel permet de mieux décrire la dynamique récente des prix de l'énergie car il élimine les importants effets de base qui affectent le taux annuel. En effet, les taux mensuels ont été positifs au cours des mois de janvier, février, mars, avril et juillet, alors qu'ils n'ont été négatifs qu'en mai et juin 2002. Les prix de l'énergie ont ainsi augmenté (en termes nets) au cours des sept premiers mois de l'année 2002.

Le taux de progression annuel des prix des produits manufacturés hors énergie s'est inscrit en baisse depuis le mois de février 2002 en passant de 1,9% à 1,4% en juillet 2002, semblant indiquer que les effets des chocs antérieurs s'effacent progressivement.

La tendance haussière des prix des services dans la zone euro, entamée en 1999-2000, s'est prolongée au cours des derniers mois en raison des effets indirects et décalés des évolutions antérieures des prix du pétrole et du cours de change de l'euro. En effet, les prix des services ont augmenté de 3,2% en termes annuels en juillet 2002, alors que le taux de progression n'était que de 2,5% douze mois auparavant. Il semble que l'introduction des billets et pièces en euro ait eu un impact significatif sur les tarifs de la restauration, de la coiffure et du nettoyage à sec.

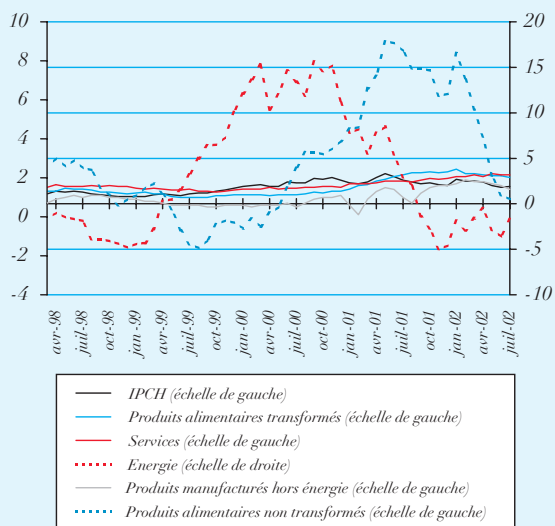
A mentionner dans ce contexte que selon une évaluation récente d'Eurostat, le passage à l'euro fiduciaire a contribué à hauteur de 0 à 0,2 point de pourcentage à la progression globale de l'IPCH, qui s'est établie à 1,4% entre le second semestre 2001 et la première moitié de l'année 2002.



## GRAPHIQUE 17

### VENTILATION DE L'IPCH DANS LA ZONE EURO

(Variation annuelle en pourcentage)



Source: Eurostat

Dans les prochains mois, le taux annuel d'inflation de la zone euro devrait fluctuer autour de 2%, compte tenu des effets de base négatifs liés essentiellement aux prix de l'énergie. L'appréciation du cours de change de la monnaie unique devrait aussi atténuer les pressions inflationnistes. Cependant, sur un horizon temporel plus long, l'évolution des agrégats monétaires, des salaires et des prix des services n'annonce pas une réduction des tensions sur les prix.

#### 1.2.5.2 Prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle dans la zone euro ont récemment renoué avec le mouvement haussier. En effet, ils ont progressé de 0,5% au deuxième trimestre de l'année 2002 par rapport au trimestre précédent et suite à des baisses successives dans la deuxième

moitié de 2001, ainsi qu'à une stabilisation au début de 2002. La hausse trimestrielle du prix du pétrole en euros (14% au deuxième trimestre 2002), explique probablement entièrement la hausse des prix de l'énergie ainsi que partiellement la progression des prix des biens intermédiaires. Mais il se pourrait également que le rebond de la production industrielle au premier trimestre de l'année 2002 ait amené les entreprises à augmenter leurs prix. Tout au début de la phase ascendante du cycle conjoncturel, les capacités de production sont généralement abondantes de sorte qu'une accélération de la demande ne permet pas aux entreprises de relever leurs prix de vente sous peine de perdre des parts de marché. En revanche, la progression continue des prix des biens intermédiaires depuis mars 2002, catégorie la plus sensible au cycle conjoncturel, conjuguée à une hausse des volumes, laisse penser que les entreprises ont retrouvé un pouvoir de marché à un certain degré.

#### 1.2.6 Evolution de la production, de la demande et du marché du travail

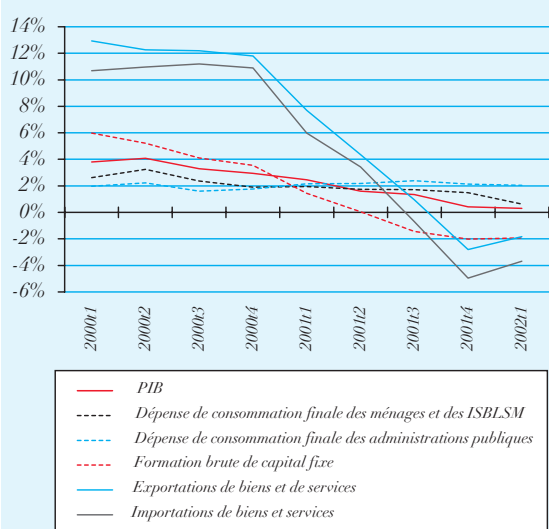
Selon la troisième estimation d'Eurostat, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0,3% en glissement trimestriel au cours du premier trimestre 2002, après avoir reculé de 0,2% au dernier trimestre 2001. En comparaison avec le premier trimestre 2001, le PIB de la zone euro a augmenté de 0,3% suite à une hausse annuelle de 0,4% au cours du quatrième trimestre de l'année précédente. Cette évolution récente du PIB de la zone euro est principalement attribuable à une contribution nette positive du commerce extérieur (+0,6 point de pourcentage) qui a plus que compensé la contribution négative de la demande intérieure finale (-0,3 point de pourcentage).

La demande intérieure finale a été moins dynamique que prévu à cause de la morosité de la consommation privée, des investissements et de la variation des stocks. La dépense de consommation des ménages et

des Institutions Sans But Lucratif au Service des Ménages (ISBLSM) a stagné en glissement trimestriel au cours du premier trimestre 2002 (contre une augmentation de 0,8% au premier trimestre 2001): la situation plus difficile sur le marché du travail ainsi que la hausse de l'inflation auraient ponctionné le revenu disponible des ménages. En même temps, pour le cinquième trimestre consécutif, la formation brute de capital fixe a baissé en glissement trimestriel dans la zone euro, affichant une baisse de 0,5% au premier trimestre 2002. La consommation publique affiche quant à elle un taux de croissance de 0,6% en glissement trimestriel (contre 0,7% au cours du premier trimestre de l'année précédente).

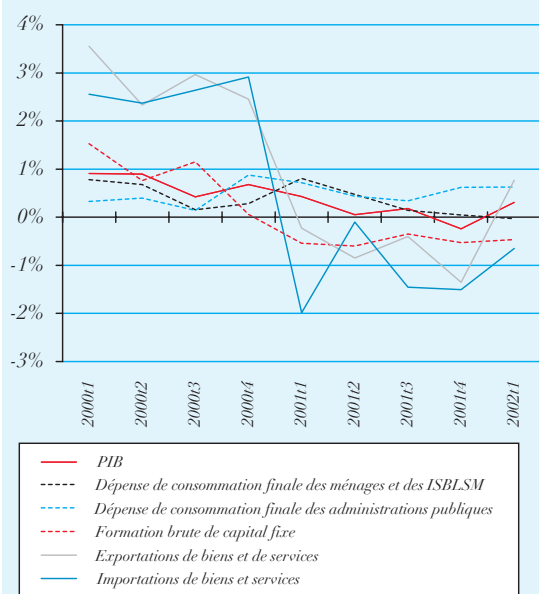
Suite à la reprise de l'activité économique internationale, les exportations ont enregistré une hausse de 0,8% en glissement trimestriel au cours du premier trimestre 2002 après quatre trimestres de baisses consécutives (respectivement -0,2%, -0,8%, -0,4 et -1,4% en 2001). Pour le cinquième trimestre consécutif, les importations ont affiché une baisse qui s'est élevée à 0,6% au cours du premier trimestre de l'année 2002. Cette différence dans les évolutions des exportations et des importations explique dès lors l'importante contribution à la croissance du commerce extérieur.

**GRAPHIQUE 18**  
EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS  
(variation annuelle en %)



Sources: Eurostat, calculs BCL

**GRAPHIQUE 19**  
EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS  
(variation trimestrielle en %)



Sources: Eurostat, calculs BCL

L'économie de la zone euro s'est mieux développée qu'escompté par rapport aux conséquences potentielles que les événements du 11 septembre 2001 auraient pu avoir, progressant même légèrement au premier trimestre 2002. Mais la situation conjoncturelle est demeurée fragile au deuxième trimestre de l'année, en partie en raison d'un environnement international qui s'est caractérisé par son climat d'incertitude générale, lié en particulier aux déséquilibres persistants aux Etats-Unis. A cela se sont ajoutées les craintes que les turbulences dans les marchés boursiers se répercutent sur l'économie réelle. L'économie Outre-Atlantique a certes connu un rebond spectaculaire de croissance au début de l'année, mais la progression annualisée de 5% du PIB a été largement due à un phénomène technique, en l'occurrence la dynamique de la reconstitution des stocks, sans que les autres composantes de la demande aient laissé entrevoir une reprise significative. Au deuxième trimestre, la croissance annualisée ne s'est en effet plus chiffrée qu'à 1,1%. La révision importante des données de la comptabilité nationale, qui n'estime la croissance du PIB en 2001 qu'à 0,3% (contre une première estimation à 1,2%) ainsi que le

fait que la récession ait commencé plus tôt que prévu, n'ont fait que multiplier les craintes d'un essoufflement précoce de la croissance.

En l'absence d'un redressement significatif des demandes internationale et domestique, la production industrielle dans la zone euro n'a dès lors progressé que de 0,1% sur base trimestrielle au deuxième trimestre de l'année 2002 contre 0,8% au trimestre précédent, après avoir subi des baisses consécutives tout au long de l'année 2001. En revanche, l'expansion de la production des biens intermédiaires est amorcée depuis fin 2001 et n'a été que brièvement interrompue en mars. Le cycle de la reconstitution des stocks, tel qu'on l'a connu aux Etats-Unis, a probablement aussi joué un rôle de moteur dans la reprise, mais il reste à voir à quel point la dynamique des demandes interne et externe restera soutenue lors de la deuxième moitié de l'année. La vigueur du revirement conjoncturel demeure pour le moins incertaine à en croire les enquêtes de conjoncture harmonisées de la Commission Européenne. L'indicateur de confiance dans l'industrie s'élève depuis avril à un niveau, certes supérieur à celui de fin 2001, mais toujours très bas. Les indicateurs de confiance relatifs aux ménages, le secteur de la construction ainsi que le commerce de détail ne signalent pas non plus d'amélioration soutenue. Selon les prévisions de la Commission Européenne, la croissance du PIB au deuxième trimestre dans la zone euro devrait être inférieure aux estimations précédentes (entre 0,3% et 0,6%). En revanche, elle devrait connaître un raffermissement net au troisième trimestre et pourrait s'établir dans une fourchette allant de 0,6% à 0,9%. Bien que la zone euro ait évité une récession, l'amélioration conjoncturelle nette se fait attendre et l'économie ne progresse que graduellement.

### **Le marché du travail**

- L'emploi

L'emploi dans la zone euro au cours du premier trimestre 2002 a progressé de 0,7% en variation annuelle. A noter que l'emploi avait progressé de 1,9% en 2001 à la même période. En glissement trimestriel, cette

croissance s'est établie à 0,2%, s'inscrivant ainsi en déclin par rapport au taux constaté l'an passé à la même période (0,3%). Cette évolution résulte de l'effet décalé de la variation de l'emploi par rapport au ralentissement antérieur de l'activité économique. Les données trimestrielles sectorielles de l'emploi font apparaître une décélération quasi générale au premier trimestre 2002. Un recul de l'emploi de 0,5% en variation trimestrielle a été constaté dans le domaine de l'agriculture et de la pêche au cours de ce premier trimestre. De même, dans l'industrie, l'emploi a reculé de 0,3% contre une hausse de 0,1% à la même période de l'année passée. Cette évolution différée reflète celle de l'activité industrielle à la fin de l'année 2001. Dans le secteur des services, qui est le seul secteur ayant contribué de manière positive à la création nette d'emplois, le taux de croissance trimestriel de l'emploi se maintient à 0,4% au premier trimestre 2002 (pour le quatrième trimestre consécutif). Alors que le sous-secteur de la finance et des services aux entreprises a soutenu l'évolution favorable de l'emploi dans le secteur des services (0,7% en variation trimestrielle au premier trimestre de 2002, contre 0,8% au trimestre précédent), la décélération dans le commerce et les transports s'est poursuivie (0,2% en variation trimestrielle au premier trimestre de 2002, contre 0,4% au cours du trimestre précédent). D'après les enquêtes menées par la Commission européenne, les prévisions des chefs d'entreprise, des consommateurs et des directeurs d'achat dans le domaine de l'emploi feraient état d'un ralentissement général de la croissance de l'emploi au cours du second semestre 2002 excepté dans le secteur manufacturier.

- Le chômage

Le taux de chômage de la zone euro s'est établi à 8,4% en juin 2002, en augmentation de 0,1 point de pourcentage par rapport au mois précédent. Il s'élevait à 8,0% en juin 2001. Il frappe désormais près de 11,6 millions de personnes.

Derrière les chiffres globaux se dissimulent des réalités disparates<sup>22</sup>. Le Luxembourg et les Pays-Bas restent les Etats membres de la zone euro qui ont les taux de chô-

<sup>22</sup> Les chiffres énoncés dans cette partie consacrée au chômage sont incomplets, faute de données disponibles pour juin pour deux pays de la zone euro: Italie et Pays-Bas.

mage les plus faibles, avec des taux pour chacun de ces deux Etats membres de respectivement 2,3%<sup>23</sup> (en juin 2002) et de 2,8% (en mai 2002). L'Espagne et la France demeurent les Etats membres les plus touchés, avec des taux de chômage atteignant respectivement 11,5% et 9,2% à la fin du premier semestre 2002.

Le taux de chômage est une variable décalée par rapport au cycle économique. La reprise économique dans les plus grands pays européens étant très progressive, son augmentation pourrait donc se poursuivre au cours du second semestre de cette année.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Les commentaires qui suivent concernent les statistiques de la zone euro composée de 12 Etats membres. Les données du mois de juin 2002 sont provisoires.

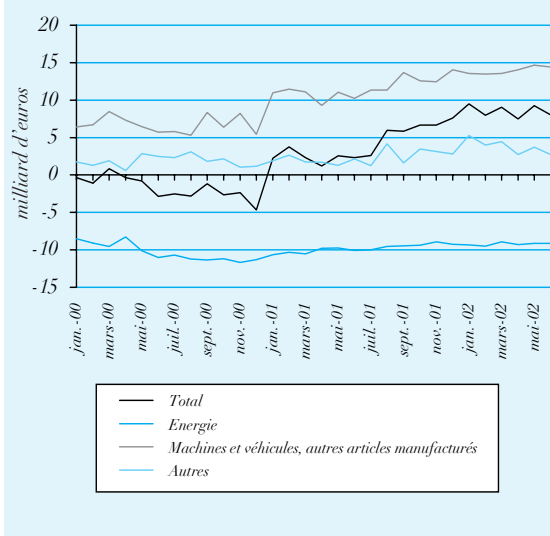
Depuis le mois de janvier 2002, l'excédent mensuel du commerce extérieur de la zone euro, en données corrigées des variations saisonnières (cvs), s'est stabilisé dans une fourchette de 7,5 à 9,5 milliards d'euros. Cette stabilisation fait suite à une amélioration importante pendant l'année 2001. En effet, le solde du commerce extérieur avait atteint son plus bas niveau au mois de décembre 2000, mois pour lequel il enregistrait un déficit (cvs) de 4,7 milliards d'euros.

L'amélioration du solde du commerce extérieur pendant l'année 2001 résulte essentiellement de la diminution des importations alors que le niveau des exportations a peu varié. Depuis le mois de janvier 2002, le niveau des importations mensuelles s'est stabilisé. L'excédent du commerce extérieur pour le premier semestre 2002 a atteint 42 milliards d'euros en données brutes, en comparaison à un excédent de 4,3 milliards d'euros pour le premier semestre 2001.

La progression de l'excédent pendant l'année 2001 provient principalement de l'augmentation de l'excédent dans le domaine des machines et véhicules et

autres articles manufacturés, combinée à la baisse du déficit énergétique. L'amélioration des soldes de ces deux domaines se poursuit dans une moindre mesure au premier semestre 2002, mais elle est compensée par une légère dégradation des soldes des autres domaines.

**GRAPHIQUE 20**  
SOLDE CVS DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO PAR PRODUIT



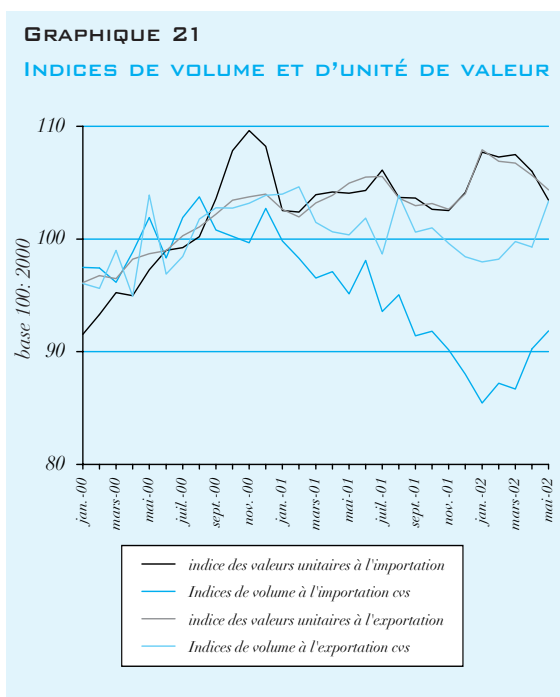
Source: Eurostat

La tendance à la baisse des volumes à l'importation, qui a débuté en janvier 2001, s'est inversée en janvier 2002. Sur les 5 premiers mois de l'année 2002, les indices de volumes à l'exportation et à l'importation sont en hausse, ce qui s'explique par un regain des demandes extérieure et intérieure. Cependant, les volumes à l'importation sont encore loin d'avoir retrouvé les niveaux de l'année 2000.

<sup>23</sup> Le taux de chômage standardisé établi selon la définition harmonisée diffère de celui publié par l'Administration de l'Emploi (ADEM) qui établit le taux de chômage à 2,6% en juin 2002.

Les indices des valeurs unitaires à l'importation et à l'exportation suivent une tendance à la baisse sur les 5 premiers mois de l'année 2002. De plus, ils sont au même niveau, ce qui entraîne la stabilité des termes de l'échange (ratio de l'indice des valeurs à l'exportation et de l'indice des valeurs à l'importation).

Le raffermissement du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar depuis le mois d'avril 2002 n'a pas eu d'impact significatif sur les volumes et valeurs unitaires des mois d'avril et mai de la même année.

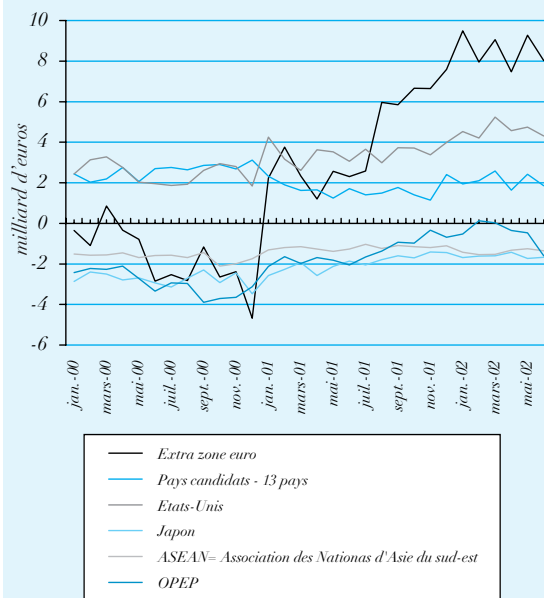


Source: BCE

L'impact de la hausse de l'euro vis-à-vis du dollar d'environ 8% entre le mois d'avril et le mois de juin 2002 pourrait être mis en relation avec l'évolution du commerce extérieur de la zone euro avec les Etats-Unis. En effet, la tendance haussière de l'excédent commercial vis-à-vis des Etats-Unis, qui augmentait depuis décembre 2000, s'est inversée au deuxième trimestre 2002. De même, le solde commercial avec les pays de l'OPEP s'est dégradé depuis le début de l'année 2002 en raison d'une hausse des importations.

**GRAPHIQUE 22**

**SOLDE CVS DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO PAR PAYS PARTENAIRE**



Source: Eurostat

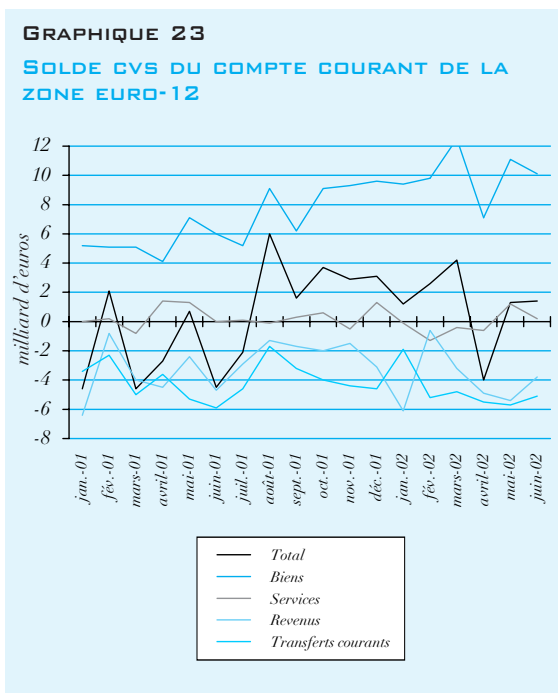
**1.2.8 La balance des paiements**

- Le compte des transactions courantes

Pour le premier semestre de l'année 2002, le compte des transactions courantes est excédentaire de 9,4 milliards d'euros, alors qu'il présentait un déficit de 20,4 milliards d'euros pour le premier semestre de l'année 2001. Cette amélioration résulte d'une hausse importante du solde des biens (de 35,6 milliards d'euros). Cette progression a été atténuée par la réduction de l'excédent des services de 1,5 milliard d'euros et une augmentation des déficits des revenus de 2,4 milliards d'euros et des transferts courants de 1,8 milliard entre ces deux périodes.

Sur une période plus récente une tendance inverse apparaît. En effet, en données corrigées des variations saisonnières (cvs), le compte des transactions courantes enregistre un déficit de 1,3 milliard d'euros au deuxième trimestre 2002 contre un excédent de 8 milliards au premier trimestre. Entre ces deux périodes, l'excédent des échanges de biens a diminué de 3,4 milliards, le déficit des revenus a augmenté de 4,2 milliards et celui

des transferts courants de 4,4 milliards. Par contre, le déficit des services de 1,8 milliard d'euros constaté au premier trimestre 2002 a laissé place à un excédent de 0,8 milliard d'euros.



Source: BCE

- Le compte de capital

L'excédent du compte de capital de la zone euro-12, qui comprend les transferts en capital (notamment les transferts des migrants et les remises de dettes) et les transferts d'actifs non produits, se chiffre à 6,4 milliards d'euros pour le premier semestre de l'année 2002 et reste ainsi au même niveau que pour la période correspondante de l'année précédente.

- Le compte financier

Pour le premier semestre de l'année 2002, les investissements directs ont enregistré des sorties nettes (investissements directs nets à l'étranger moins investissements directs nets dans la zone euro) de 19,5 milliards d'euros en comparaison à des sorties nettes de 92,4 milliards sur la période correspondante de 2001. Les opérations d'investissements directs nets (investissements moins désinvestissements) à l'étranger ont

diminué de 45% entre ces deux périodes aussi bien pour les opérations en capital social qu'en prêts intra-groupes. Par contre, les opérations d'investissements étrangers nets dans la zone euro sont en augmentation de 10%. Cette hausse est le résultat de prêts intra-groupes importants qui compensent largement la diminution des opérations d'investissements nets en capital social.

Les entrées nettes d'investissement de portefeuille de 3 milliards d'euros constatées au premier semestre 2002 contrastent avec les sorties nettes enregistrées au premier semestre 2001 qui se chiffrent à 12,8 milliards d'euros.

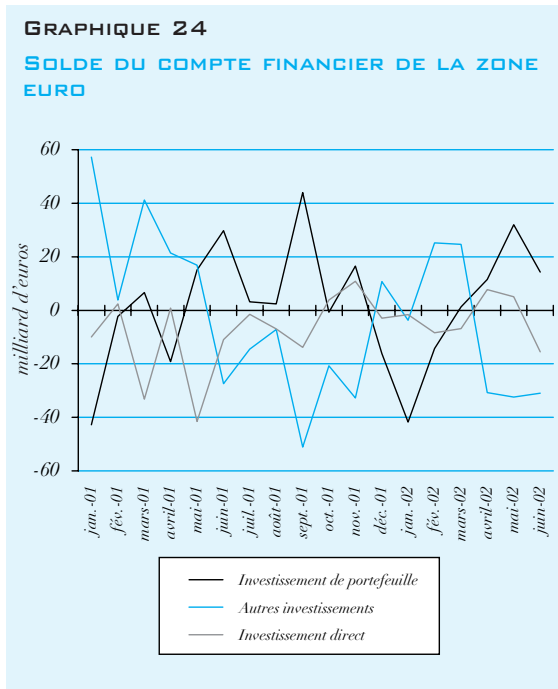
L'évolution mensuelle sur le premier semestre 2002 montre une inversion des flux nets: les entrées constatées au deuxième trimestre 2002 font suite à des sorties au premier trimestre. Ce phénomène peut s'expliquer par le manque de confiance des investisseurs dans la reprise de l'économie américaine.

De plus, la forte baisse des marchés boursiers, liée en partie aux incertitudes des opérateurs de marché quant à la fiabilité des comptes des entreprises surtout américaines, a entraîné une baisse des investissements en actions étrangères par les résidents de la zone euro ainsi qu'une diminution des investissements en actions de la zone euro par les non-résidents. Les opérateurs de marché ont préféré investir dans des actifs moins volatiles et moins risqués.

Ainsi, les opérateurs résidents continuent à investir en obligations étrangères à un niveau supérieur aux investissements en actions. D'autre part, les investisseurs étrangers ont marqué un regain d'intérêt pour les obligations émises dans la zone euro. Les achats nets d'obligations de la zone euro s'élèvent à 73,3 milliards d'euros au second trimestre 2002 contre des ventes nettes de 14,2 milliards d'euros au premier trimestre. Ce retournement de situation peut être mis en relation: d'une part, avec l'écart entre les rendements des emprunts publics à long terme dans la zone euro et aux Etats-Unis, qui augmente depuis la mi-avril; et d'autre part, avec le raffermissement du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar depuis le mois de mars.

Les autres investissements, qui comprennent notamment les crédits commerciaux et les prêts et les dépôts, compensent en partie les flux d'investissement de portefeuille. En effet, ils enregistrent au deuxième

trimestre 2002 des sorties nettes de 94,2 milliards d'euros contre des entrées nettes de 46,1 milliards d'euros au premier trimestre.



Source: BCE

Un flux négatif indique un flux sortant de la zone euro-12 et un solde positif un flux entrant.

