
1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO	9
1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme	9
1.1.2 Les taux d'intérêt à long terme	10
1.1.3 Les marchés boursiers	11
1.1.4 Le taux de change de l'euro	11
1.1.5 L'évolution des prix et des coûts	12
1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	15
1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG	17
1.2.1 L'économie réelle	17
1.2.1.1 La croissance économique au Luxembourg en 1999	17
1.2.1.2 L'activité économique	17
1.2.1.3 Le marché du travail	19
1.2.1.4 L'évolution des prix et des coûts	21
1.2.2 Le secteur financier	22
1.2.2.1 Somme des bilans des institutions financières monétaires	22
1.2.2.2 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	22
1.2.2.3 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	23
1.2.2.4 L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	24
1.2.3 Le commerce extérieur	25
1.2.4 La balance des paiements courants	26
1.2.5 Les finances publiques	28

1 La situation économique dans la zone euro et au Luxembourg

1.1 La situation économique dans la zone euro

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Au cours des derniers mois, la situation économique internationale s'est caractérisée par un optimisme unanime quant aux perspectives de croissance. Dans un environnement marqué par la reprise des économies émergentes touchées par les crises successives et la persistance de la croissance aux Etats-Unis, la zone euro n'échappe pas à cette tendance. Les signes de la reprise actuelle sont corroborés par la révision haussière des projections quant à l'évolution de la situation économique européenne. Favorisé par une situation économique mondiale favorable, ce retournement de cycle au sein de la zone euro n'a pas manqué de rendre attentif aux risques potentiels quant à la

stabilité des prix. Dans une vision d'action à moyen terme, les choix de politique monétaire de l'Euro-système auront surtout été basés sur l'analyse circonstanciée de l'évolution du prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro.

Combinant l'ensemble de ces facteurs, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé quatre hausses des taux, afin de garantir une croissance économique sans pression inflationniste. Outre les éléments mentionnés ci-dessus, la croissance robuste de l'agrégat monétaire M3 par rapport à sa valeur de référence, fixée à 4½%, ainsi que l'activité de crédit soutenue ont motivé ces décisions. Le tableau suivant récapitule les différentes actions sur taux opérées par l'Eurosystème depuis le début de l'année en cours:

Tableau 1 Opérations sur taux opérées par l'Eurosystème au cours de l'année 2000

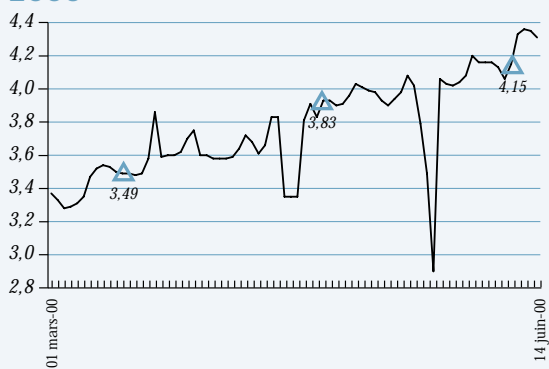
	Opérations principales de refinancement	Facilité de dépôts	Facilité de crédit marginal
3 février 2000	3,25 % (+0,25)	2,25 % (+0,25)	4,25 % (+0,25)
16 mars 2000	3,50 % (+0,25)	2,50 % (+0,25)	4,50 % (+0,25)
27 avril 2000	3,75 % (+0,25)	2,75 % (+0,25)	4,75 % (+0,25)
8 juin 2000	4,25 % (+0,50)	3,25 % (+0,50)	5,25 % (+0,50)

Les décisions prises en termes de politique monétaire se sont reflétées dans l'évolution des taux courts. Depuis mi-février, le taux interbancaire de la zone euro a progressé de manière significative, passant de 3,25% à quelque 4,30% à la mi-juin. A la veille de la décision du 16 mars, le taux EONIA (Euro Overnight Index Average) reflétait clairement les anticipations du marché quant à une hausse des taux officiels, incorporant 25 points de base supplémentaires à 3,5%. A la veille de la décision du 27 avril, le taux «overnight» de la zone euro est même passé à 3,91%, pointant ainsi sur une politique monétaire potentiellement plus agressive. Après avoir tendu brièvement vers l'ajustement par rapport au taux des opérations principales de refinancement,

le taux au jour le jour s'est à nouveau tendu pour évoluer dans un couloir entre 3,9 et 4%. Cette progression était à mettre en relation avec les anticipations du marché quant à une hausse des taux dans un avenir proche d'au moins 25 points de base. La hausse du taux au jour le jour observée à la fin du mois d'avril est également à mettre en relation avec le montant plus important, quelque peu inattendu, portant sur les réserves obligatoires à déposer auprès de l'Eurosystème par rapport au mois précédent. Début mai, l'EONIA est passé au-delà des 4% pour évoluer autour de ce niveau en moyenne au cours du mois en question. Le seul décrochage a eu lieu le 23 mai, fin de la période de maintenance, et reflétant des conditions de

liquidités amples. Ainsi, 25 points de base additionnels étaient escomptés sur le marché monétaire, un premier sommet ayant été observé le 31 mai avec un taux à 4,20%. Conséquemment, la hausse du taux des opérations principales de refinancement du 8 juin, portant sur 50 points de base, a quelque peu surpris les marchés. A la veille de la hausse, le taux au jour le jour de la zone euro affichait 4,06%, confirmant ainsi les anticipations portant sur une hausse d'un quart de point. La décision de la BCE de porter son taux principal de refinancement à 4,25% a provoqué un effet de rattrapage amenant l'EONIA au-dessus de 4,35% avant de reculer et de retomber à 4,3%.

Graphique 1
Evolution de l'Eonia depuis début mars 2000



Source: Reuters

Entre le 27 avril et le 14 juin, l'ensemble des maturités de la courbe des taux monétaires affichait un spread de 50 points de base, témoignant ainsi d'un déplacement parallèle.

1.1.2 Les taux d'intérêt à long terme

Après une hausse continue depuis la mi-décembre 1999, les taux longs à 10 ans ont commencé une baisse à partir de fin février au sein de la zone euro. Cette évolution s'est confirmée au mois de mars et dans les deux premières semaines d'avril. Le retrait a été de quelque 30 points de base. La détente des taux longs durant cette période a été conditionnée par deux facteurs essentiels: recul du prix du pétrole, paramètre saillant contribuant aux pressions inflationnistes, et effet de contagion par le truchement de l'évolution des taux américains.

Sur ce dernier point, il convient de noter l'influence technique, induite par les programmes de rachat et de réduction d'émission portant sur les échéances longues, ainsi que l'apaisement des craintes inflationnistes suite à l'anticipation et au resserrement effectif de la politique monétaire américaine. La baisse plus importante des taux longs américains par rapport à celle enregistrée par les taux longs européens a engendré un rétrécissement de l'écart entre les deux. La volatilité importante sur les marchés financiers américains a également favorisé l'affaissement des taux longs par le biais du phénomène de la fuite vers la qualité.

A partir de la mi-avril, le recul des rendements s'est inversé pour laisser place à une tension sur les taux longs. La publication de données économiques aux Etats-Unis, laissant augurer des pressions inflationnistes et par conséquent un abandon de la politique monétaire graduelle de la FED, a été un facteur déterminant à cet égard. Ces anticipations sont d'ailleurs devenues réalité le 16 mai, la banque centrale américaine ayant majoré son taux directeur de 50 points de base à 6,5%. La remontée du prix du pétrole, suite aux déclarations de l'OPEP de ne pas augmenter la production au cours de la réunion du mois de juin, a également contribué à ce revirement. Toutefois, la hausse des taux longs américains ayant été plus accentuée que celle des taux longs européens, le différentiel s'est accru. Ainsi, le spread entre le T-note américain sur 10 ans et le Bund allemand sur 10 ans s'est situé aux alentours de 110 points de base à la mi-mai avant d'atteindre 120 points de base à la fin du mois. Toutefois les taux longs ont affiché un revirement de tendance à partir de la moitié du mois de mai aux Etats-Unis, le rendement du T-note américain se repliant de quelque 50 points de base jusqu'à la mi-juin. Ce phénomène, induit par la publication de données économiques plus faibles qu'escomptées outre-Atlantique, essentiellement sur le marché du travail, et tendant à favoriser un scénario de «soft landing», s'est reporté sur l'évolution des taux longs européens. Ainsi, le rendement du Bund allemand sur 10 ans a affiché un recul de quelque 20 points de base, engendrant un rétrécissement du spread à quelque 90 points de base à la mi-juin.

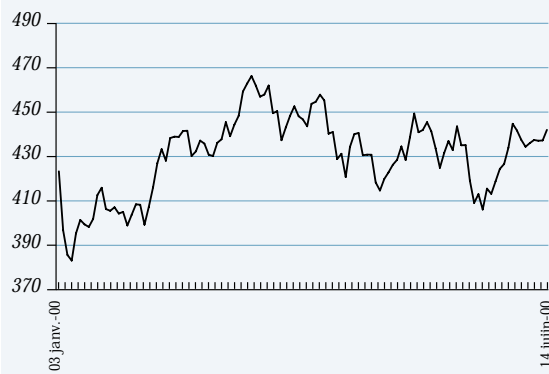
1.1.3 Les marchés boursiers

Les derniers mois ont été marqués par une forte volatilité sur les marchés boursiers. Ce constat est essentiellement vrai en ce qui concerne les valeurs technologiques. Après avoir atteint un record au-delà des 5 130 points, le Nasdaq Composite a subi une correction supérieure à 20% à la mi-mai par rapport au début de l'année. Toutefois, les perspectives d'un «soft landing» aux Etats-Unis a donné un nouveau souffle aux marchés à partir de la dernière semaine de mai, permettant à l'indice phare des valeurs technologiques de gagner 20%, annulant ainsi la quasi-totalité des pertes subies. Quant aux autres indices clés américains, le Dow Jones ainsi que le S&P500 ont également subi un revirement de performance à partir de la deuxième moitié du mois de mai, toutefois dans des proportions plus minimes de 2,5%, respectivement 7%. Depuis le début de l'année, l'indice S&P 500 est le seul à ne pas afficher de rendement négatif au 14 juin, enregistrant une performance nulle, alors que le Dow Jones et le Nasdaq affichent des pertes similaires atteignant quelque 7%.

En Europe, les marchés boursiers ont affiché de meilleures performances, favorisées par des perspectives de croissance positives, soutenues par une politique monétaire veillant à la stabilité des prix dans le moyen terme. Le revirement de tendance s'est opéré en phase avec les marchés américains durant la dernière semaine du mois de mai. Ainsi, l'indice paneuropéen EuroStoxx 50 a affiché une performance s'établissant autour de 9,7% depuis le début de l'année, alors que l'indice EuroStoxx, plus large, a affiché une progression de 6,2% sur la même période. Malgré une forte volatilité marquant l'évolution des valeurs de haute technologie, l'indice européen NEMAX 50 a enregistré une performance située bien au-delà des indices sous revue avec un rendement proche de 30%.

Notons finalement que le Nikkei, fortement corrélé aux développements des valeurs technologiques américaines, a affiché un retrait de quelque 12%.

Graphique 2
Evolution de l'indice large DJ
EuroStoxx depuis début 2000



Source: Reuters

1.1.4 Le taux de change de l'euro

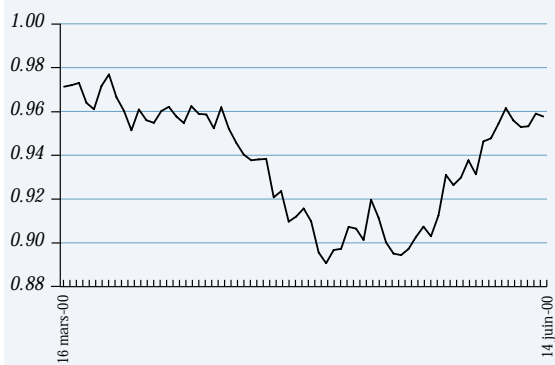
Depuis le début de l'année, l'euro a continué à se déprécier par rapport à la plupart des principales devises internationales. Face au dollar, cette dépréciation a atteint 4,9% au 14 juin.

Alors que cette évolution s'inscrit dans le cadre d'un régime de change à taux flottants, permettant des mouvements aussi bien à la hausse qu'à la baisse d'une devise, la dépréciation de la monnaie unique est à mettre en relation avec divers facteurs, aussi bien d'origine économique que politique.

S'il est vrai que l'économie européenne est entrée dans une phase de relance, il convient de tenir compte des différentiels de croissance. Cette observation est particulièrement évidente dans le cas des Etats-Unis. Les prévisions de printemps de la Commission européenne ont révisé la croissance de l'Union européenne (UE) à la hausse. Pour 2000 et 2001, le taux de croissance du PIB devrait atteindre 3,4%, respectivement 3,1%, ce qui représente une révision haussière de 0,4% et 0,1% par rapport aux prévisions d'automne. Toutefois, en termes relatifs, les prévisions d'avril du Fonds monétaire international (FMI) tablent sur une croissance du PIB de 4,4% en 2000 et de 3% en 2001 aux Etats-Unis¹. Alors que l'amélioration des fondamentaux économiques en Europe n'est pas

encore reflétée de manière marquée dans le cours de l'euro, les investisseurs se concentrent essentiellement sur le différentiel de croissance existant. Dans le moyen terme, les statistiques indiquent le rétrécissement de l'écart de croissance entre les deux zones économiques, ce qui devrait engendrer un rééquilibrage reflétant les fondamentaux économiques de manière plus objective. Outre cet élément indubitable, un certain degré de perte de confiance dans l'euro associé à un différentiel de taux d'intérêt avec les Etats-Unis, engendrant le démantèlement de positions longues, ainsi que l'exécution de stop-loss due à des niveaux techniques, ont favorisé la dépréciation de l'euro. Alors que les perspectives économiques sont prometteuses, indiquant un rattrapage par rapport aux Etats-Unis à l'horizon 2001, elles n'en demeurent pas moins un élément nécessaire mais non suffisant. Dans cette perspective, la mise en place de réformes structurelles est un facteur crucial.

Graphique 3
Evolution du cours EUR/USD au cours des trois derniers mois



Source: Reuters

Toutefois, début mai, l'euro s'est temporairement redressé, bénéficiant entre autres de rumeurs d'interventions. Suite au statu quo monétaire de la BCE au cours du Conseil des gouverneurs du 11 mai et à la hausse des taux de 50 points de base

de la FED en date du 16 mai, la monnaie unique est néanmoins repassée en dessous des 90 cents, réagissant ainsi à l'accentuation du différentiel de taux. A la fin du mois de mai, l'euro a amorcé une phase de redressement substantielle, allant de pair avec la publication de données statistiques outre-Atlantique, pointant sur un scénario d'un ralentissement de l'économie américaine. En sus, la confirmation de la croissance au sein de la zone euro a aiguisé les anticipations quant à une hausse des taux de la BCE, ce qui a été le cas en date du 8 juin. La majoration de 50 points de base, supérieure à celle escomptée, a poussé la monnaie unique au-delà de 97 cents en cours de séance du 8 juin, avant de retomber et de se consolider entre 95 et 96 cents.

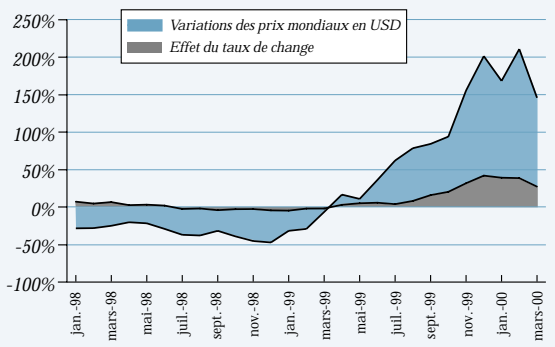
1.1.5 L'évolution des prix et des coûts

L'inflation dans la zone euro, telle que mesurée par le taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 1,9% au cours du mois d'avril 2000. Ce taux avait atteint un niveau historiquement bas au début de l'année dernière et s'est depuis lors progressivement redressé. L'inflation de la zone se situe dans les limites de la stabilité des prix², qui «doit être maintenue à moyen terme» dans «la zone euro prise dans son ensemble». Au cours des derniers mois, le Conseil des gouverneurs de la BCE a majoré à plusieurs reprises les taux d'intérêt de l'Eurosystème afin de contrer les risques pesant sur la stabilité des prix. Outre la croissance de M3 au-delà de sa valeur de référence (4^{1/2}%), la forte reprise économique et les potentiels effets de contagion des hausses des prix à la production et à l'importation sur les prix à la consommation ont été considérés comme des facteurs affectant les perspectives sur les prix dans le moyen terme.

¹ L'OCDE a révisé à 4,5% (2000) et 2,9% (2001). Les prévisions d'automne tablaient sur des taux de croissance de 3,1% et 2,3%.

² Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a donné la définition quantifiée suivante de la stabilité des prix: «une progression sur un an de l'IPCH inférieure à 2% dans la zone euro».

Graphique 4
Variation annuelle du prix mondial du pétrole en Luf
(cumul des deux surfaces)



Source: Reuters et calculs BCL

Le principal facteur explicatif de la récente remontée de l'inflation est la hausse importante des prix pétroliers sur les marchés internationaux, combinée à une baisse de la valeur de l'euro face aux devises des principaux partenaires commerciaux. Alors qu'en décembre 1998 le baril de Brent³ cotait USD 9,85, il s'échangea en moyenne à USD 27,74 en mai 2000, soit une hausse de 182%. Au cours de cette même période la valeur du LUF par rapport au USD, qui suit exactement les mêmes développements que le change EUR/USD depuis le 1^{er} janvier 1999, a baissé de 22%. Dans le graphique ci-dessous, on peut constater que la dépréciation du LUF par rapport au USD, et donc de l'EUR depuis janvier 1999, a contribué en moyenne pour 20% à la hausse du prix du pétrole en 1999 alors qu'entre janvier 1998 et juin 1998 sa contribution était négative.

A l'image des développements intervenus sur les marchés internationaux du pétrole, les prix à la consommation des *biens industriels énergétiques*, pondérés à 8,964% dans l'IPCH de la zone euro, ont connu une forte inflation au cours des premiers mois de cette année: +12% en janvier, +13,5% en février, +15,3% en mars et +10,5% en avril. Même dans le cas où les prix du pétrole sur les marchés mondiaux se stabilisent, voire diminuent dans les mois à venir, leur effet haussier sur l'inflation devrait se faire sentir au cours de 2000 en raison d'un effet de base lié à la hausse du prix du pétrole jusqu'à mars 2000.

Le renchérissement de la facture énergétique aura un effet décalé sur les prix à la consommation des *biens industriels non énergétiques* pondérés à 33% dans l'IPCH. Outre les prix pétroliers, la faiblesse du taux de change et la hausse des prix à la production auront également un effet à retardement sur les prix à la consommation des biens industriels. Ces derniers seront également influencés par les salaires, qui pourraient contrer en partie les pressions à la hausse, si toutefois ils évoluent modérément.

Les prix des *produits alimentaires*, pondérés à 21% dans l'IPCH de la zone euro, ont joué un rôle modérateur important dans l'évolution récente de l'inflation. Le taux de croissance annuel des prix des aliments traités, pondérés à 13%, affiche des valeurs légèrement inférieures à 1% de janvier à avril 2000. Quant aux prix des aliments non traités, pondérés à 8%, ils régressent en glissement annuel depuis juin 1999. Ils affichent un recul de -0,5% en mars 2000, pour remonter légèrement de 0,2% en avril 2000. D'un côté, on peut s'attendre à ce que le mouvement de réforme de la Politique agricole commune, la PAC, vienne apporter sa contribution à la modération de l'inflation des produits alimentaires. De l'autre, la hausse du prix des aliments importés et les hausses réalisées et attendues des prix du tabac viendront jouer à la hausse.

Les prix des *services*, pondérés à 37,5% dans l'IPCH de la zone euro, ont connu une croissance stable avec des taux de croissance annuels légèrement inférieurs à 2%. En variation annuelle les prix variaient de 1,3% en octobre 1999, puis ont amorcé une légère tendance à la hausse pour atteindre une variation de 1,8% en avril de cette année. Les prix des services subissent aussi de manière décalée les effets des hausses des prix des importations. L'implémentation de certaines réformes structurelles préconisées dans les conclusions du Conseil européen de Lisbonne en mars de cette année, pourrait avoir un effet à la baisse sur les prix des services. La libéralisation du marché des télécommunications a déjà eu

3 «Dated European quote» du London Petroleum Exchange (LPE).

dans la plupart des pays de la zone euro un effet à la baisse sur les prix. A l'opposé, l'introduction de la semaine des 35 heures en France pourrait avoir un effet à la hausse sur les prix de la zone euro. La plus grande incertitude pesant sur l'évolution des prix des services, plus encore que sur les autres prix, est l'évolution future des coûts salariaux.

Pendant quinze mois consécutifs, de décembre 1997 à février 1999, l'indice des *prix à la production industrielle* de la zone euro a baissé en variation mensuelle et a ainsi constitué un facteur important dans la modération de l'inflation. Cette tendance baissière s'est renversée au cours du mois de mars 1999 en raison de la reprise économique mondiale, notamment sur le continent asiatique, de la hausse des prix pétroliers et finalement, de la hausse des prix des matières premières. Alors qu'en juin 1999 l'indice affichait une variation annuelle de -1%, il progressait de 5,7% en février 2000.

Après une année 1998 durant laquelle les coûts de la main-d'œuvre sont restés relativement stables, avec des taux de croissance inférieurs à 2%, la tendance était à la hausse en 1999. La croissance

du coût de la main-d'œuvre s'est accélérée, passant de 1,8% au dernier trimestre de 1998 à 2,2% au quatrième trimestre de 1999. Il faut remarquer que le niveau actuel de croissance des coûts ne constitue pas un signe de pressions importantes sur les prix à la consommation. Toutefois une poursuite de l'accélération des coûts du travail constitue un risque pour la stabilité des prix dans un contexte de poursuite de la reprise économique, combinée à une baisse du taux de chômage.

Au niveau de la zone euro, les coûts de la main-d'œuvre ont évolué en 1999 de manière similaire dans l'économie entière et dans l'industrie, alors que pour 1998 ils avaient crû de manière légèrement plus importante dans l'industrie. Cette modération des coûts est attribuable à trois facteurs:

- la modération de l'inflation et des attentes inflationnistes entretenues par la crédibilité de la politique monétaire,
- l'augmentation de la concurrence en raison d'une plus grande dérégulation,
- le ralentissement de la conjoncture européenne et mondiale au cours des derniers trimestres 1998 et du début de 1999.

Tableau 2 *Coût total horaire de la main-d'œuvre. Dans l'ensemble de l'économie et en termes nominaux*

<i>Variations par rapport au même trimestre de l'année précédente (en %)</i>												
	T1-97	T2-97	T3-97	T4-97	T1-98	T2-98	T3-98	T4-98	T1-99	T2-99	T3-99	T4-99
Zone euro	2,7	2,8	2,1	2,4	1,7	1,8	1,6	1,8	1,9	1,9	2,2	2,2
UE15	3,1	3,0	2,5	2,9	2,4	2,5	2,3	2,2	2,6	2,2	2,7	2,9
BE	1,6	2,5	2,8	3,0	2,0	1,2	2,6	2,6	2,6	:	:	:
DK	3,6	3,9	4,1	3,9	4,3	4,4	4,5	4,6	4,8	4,1	4,0	4,2
DE	2,3	2,6	1,9	2,1	1,9	1,6	1,7	2,0	1,8	1,7	2,2	2,4
ES	2,8	3,8	3,4	4,3	4,2	2,9	2,4	2,3	2,5	1,9	1,6	1,7
FR	2,3	1,9	1,8	2,0	2,5	2,7	2,6	2,7	2,4	2,5	3,1	:
IE	3,9	4,6	5,5	5,3	5,5	4,6	5,1	4,5	4,2	:	:	:
IT	4,2	4,9	2,7	2,2	-1,8	-1,4	-2,0	-1,6	-0,3	0,8	0,5	0,5
LU	3,1	1,7	1,4	0,8	1,5	0,3	1,7	2,8	0,0	2,7	3,8	4,0
NL	4,3	1,1	0,2	2,4	-0,3	3,6	2,8	1,8	2,1	2,5	1,9	2,0
AT	2,1	1,3	1,4	2,6	1,4	2,8	1,2	3,4	5,5	2,1	3,3	2,6
PT	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
FI	2,7	2,6	3,0	1,2	4,4	4,2	3,9	3,8	3,2	3,4	3,4	2,7
SE	5,4	3,9	4,0	4,4	2,4	2,5	2,8	2,5	3,2	2,3	1,9	2,6
UK	4,8	4,1	4,5	4,8	5,6	6,0	5,4	4,6	5,2	3,5	5,0	6,3

Source: EUROSTAT. Les données pour la Grèce ne sont pas encore disponibles.
: = non disponible, c = confidentiel.

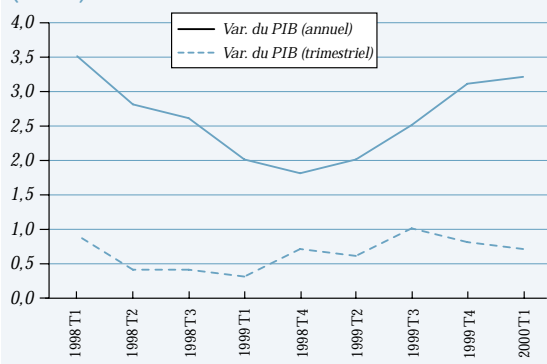
1.1.6 Évolution de la production, de la demande et du marché du travail

La reprise de la conjoncture observée au sein de la zone euro pour le troisième trimestre de l'année écoulée s'est confirmée à la fin de 1999 et au début de 2000. Le taux de croissance trimestriel réalisé pendant les trois derniers mois de l'année écoulée est estimé à 0,8%. Le taux de croissance *annuel* enregistré au 1^{er} trimestre 2000 a été de 3,2% après 3,1% au trimestre précédent. Cette accélération réalisée au cours des derniers mois a surtout été causée par l'activité très forte dans le domaine des exportations, dont le taux de progression annuel s'est élevé à 12,6% en volume, continuant ainsi l'accélération ininterrompue observée dès le début de 1999. Ainsi le taux de croissance des exportations a, au dernier trimestre de l'année et pour la première fois en 1999, dépassé celui des importations. Il convient également de relever que la contribution à la croissance des exportations nettes au quatrième trimestre a été, encore pour la première fois en 1999, positive (0,5 point de pourcentage). Bien entendu, à côté de la conjoncture à nouveau favorable au niveau

mondial, c'est l'évolution du taux de change de l'euro dont la contribution au développement des exportations a été cruciale.

La formation brute de capital fixe s'est fortement accélérée (2,1% sur base trimestrielle) au début de l'année, tout comme les dépenses de consommation publique (+ 1%). La consommation privée s'est par contre décélérée au cours des deux derniers trimestres, la progression trimestrielle n'étant plus que de 0,5%, respectivement nulle.

Graphique 5
Variation du PIB réel de la zone euro (en %)



Source: Eurostat

Tableau 3 Évolution du PIB réel de la zone euro et de ses composantes

	1998	1999			2000			1999			2000	
		(variations annuelles)						(variations trimestrielles)				
			T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1		
PIB	2,7	2,4	2,0	2,5	3,1	3,2	0,6	1,0	0,8	0,7		
Consommation privée	3,0	2,5	2,4	2,4	2,4	1,5	0,3	0,8	0,5	0,0		
Consommation publique	0,9	1,5	1,3	1,6	1,5	1,6	0,1	0,3	0,2	1,0		
FBCF	4,4	4,8	5,4	5,1	4,9	5,3	1,0	1,7	0,4	2,1		
Demande intérieure	3,4	2,9	2,9	2,9	2,6	2,4	0,5	0,6	0,6	0,7		
Exportations	6,9	4,4	2,2	5,5	9,3	12,6	2,7	3,6	2,6	3,2		
Importations	9,3	6,1	5,2	7,0	8,2	10,7	2,5	2,5	2,1	3,2		

Source: Eurostat

Les premières enquêtes de conjoncture entreprises dès le début de l'année en cours indiquent que la croissance de la production et de la demande est restée intacte. Ces observations vont de pair avec les prévisions à plus long terme de la plupart des analystes économiques, qui s'attendent à une croissance de la production réelle de l'économie au

sein de la zone euro significativement supérieure à 3% en 2000. De plus, les divergences en termes de taux de croissance parmi les États membres de l'UEM sont en train de décroître, réduisant ainsi les tensions potentielles à l'intérieur de l'union monétaire et facilitant l'exploitation par les États participants des avantages de la monnaie unique.

La production industrielle a progressivement augmenté au cours de l'année précédente pour ralentir lors des derniers mois. Le taux de croissance n'a été que de 1,3% au dernier trimestre de 1999 contre 1,5% au troisième trimestre. Le ralentissement a été confirmé au mois de janvier 2000, mais un rebond important a été relevé pour le mois de février. La baisse du régime de la production au tournant de l'année ne devrait donc pas aboutir à un ralentissement général de la conjoncture.

Les enquêtes de conjoncture témoignent d'un sentiment général très optimiste. L'indicateur de confiance des consommateurs a été à son maximum absolu en février et mars, tandis que l'indicateur de confiance pour l'industrie est très proche du sien. Ceci devrait mener à un niveau de la production industrielle élevé ainsi qu'à une évo-

lution soutenue de la consommation privée au premier trimestre.

Dans cet environnement favorable, le chômage dans la zone euro continue de baisser. Le taux moyen harmonisé et ajusté pour les variations saisonnières, bien que demeurant élevé dans l'absolu, n'est plus que de 9,4% au mois de mars, ce qui constitue une amélioration par rapport à mars 1999 de 0,8 point de pourcentage. L'emploi total à l'intérieur de la zone euro a augmenté de 1,1% en 1999. Les perspectives dans le domaine de la création d'emplois pour l'année courante sont jugées favorables et laissent prévoir une progression de l'emploi comparable voire supérieure à celle de 1999. Ceci ramènerait le taux de chômage harmonisé en 2000 à environ 9,2% en moyenne annuelle après 10% en 1999.

Termes de l'échange, valeur externe de l'euro et le PIB de la zone euro

On entend souvent qu'une dépréciation de la valeur externe d'une monnaie aurait des effets positifs sur la position concurrentielle internationale d'une économie. En facilitant les exportations, une valeur externe plus faible stimulerait à la fois l'emploi et la croissance du PIB. De manière analogue, l'augmentation des prix à l'importation améliorerait la compétitivité sur les marchés domestiques des entreprises produisant des biens et services substituables aux importations, ce qui exercerait un effet positif additionnel tant sur le PIB que sur l'emploi.

En cette matière, il convient de faire deux remarques ayant trait à l'évolution du taux de change de l'euro.

Premièrement, il n'est pas contesté que l'évolution de la valeur externe de l'euro ait joué un rôle important dans l'évolution dynamique du volume des exportations. La contribution des exportations nettes à la croissance du PIB réel de la zone euro – qui a été négative en 1998 et pour les trois premiers trimestres de 1999 – s'est rapprochée successivement de la valeur zéro pour devenir positive au dernier trimestre de l'année écoulée. En moyenne annuelle, la contribution des exportations nettes à la croissance a été négative (-0,5 points de pour-cent) en 1999. Pour 2000, la Commission européenne s'attend à une contribution positive (+0,3 points de pour-cent).

La quasi-totalité des études relatives à l'évolution du taux de change de l'euro parviennent au résultat que la dépréciation de l'euro a mené à une situation de sous-évaluation. Ces études se basent fréquemment sur le principe de la parité des pouvoirs d'achat. Il en résulte que les avantages compétitifs dont bénéficient actuellement les entreprises exportatrices de la zone euro sont des avantages en quelque sorte artificiels parce que non attribuables à des efforts réels et particuliers des entreprises et des pays concernés. De plus, une sous-évaluation recèle un renversement du trend de la valeur externe de l'euro à l'avenir, tel que cela se dégage déjà de l'évolution récente.

Il est évident qu'une appréciation de l'euro aura un effet opposé et pourra réduire à néant ces gains

de compétitivité basés sur l'évolution récente du taux de change aussi rapidement qu'ils avaient auparavant surgi. Dès lors, il importe que les responsables du monde économique comme du monde politique ne se trompent pas sur les raisons d'une partie au moins de l'évolution favorable de la conjoncture. Il convient en particulier de ne pas retarder les mesures appropriées pour rendre la croissance de l'économie et la diminution du chômage dans la zone euro plus indépendantes d'une sous-évaluation de la monnaie.

Deuxièmement, il est vrai que l'accélération des exportations tout comme un ralentissement des importations devenues relativement plus chères conduisent à une augmentation du PIB réel. Il convient cependant de se rappeler que ce qui contribue positivement au bien-être d'une économie, ce ne sont pas les exportations en biens et services en tant que telles, bien que le volume des exportations soit souvent perçu comme expression de la «force» ou de la compétitivité d'une économie. Ce qui finalement détermine l'impact des exportations sur la prospérité d'une économie, ce sont les importations en biens et services que ces exportations permettent d'acquérir – ce qui est déterminé par les termes de l'échange – respectivement les créances en capital que l'économie accumule, moyennant un surplus de la balance des paiements courants, vis-à-vis du «reste du monde».

Le risque qui résulte d'une dépréciation de la monnaie domestique d'une économie est le suivant. Une part croissante de la production réelle est exportée. Cette production nécessite l'emploi de ressources rares au sein de l'économie domestique. Il faut se rappeler que les biens et services exportés sont consommés et investis ailleurs. Ils ne contribuent donc pas directement au bien-être du pays exportateur. Comme on l'a mentionné, leur contribution à la richesse est indirecte et déterminée par les importations qu'elles permettent de financer. Cependant, une dépréciation a tendance à augmenter les prix à l'importation calculés en monnaie domestique. En même temps pourtant, les prix à l'exportation, calculés en euro, auront tendance à augmenter aussi.

Ceci est dû au fait que la dépréciation de la monnaie domestique mène, pour les importateurs dans les pays partenaires, p. ex. les Etats-Unis, à une baisse des prix, mesurés en USD, des produits européens. Par conséquent, la demande internationale pour les produits de la zone euro augmente. Les entreprises exportatrices, maximisant leur profit et étant confrontées à des coûts de production marginaux croissants, ne seront prêtes à satisfaire cette demande croissante, que si les prix de vente – exprimés en euro – augmentent aussi. Par exemple, il se peut que si une monnaie perd 10% de sa valeur externe, la baisse des prix des produits exportés, mesurée en devises étrangères, n'est que de 7%. Vu que les prix à l'importation et les prix à l'exportation mesurés en monnaie domestique augmentent tous les deux, il n'est donc pas clair a priori dans quelle direction vont se modifier les termes de l'échange et quel sera l'effet de la dépréciation sur le revenu réel de l'économie.

Pour mieux mesurer cet effet, on peut procéder, à côté du calcul d'un PIB nominal et d'un PIB réel, à l'établissement d'un PIB réel ajusté pour les variations des termes de l'échange. Dans le calcul du PIB réel, la contribution à la croissance des exportations nettes est obtenue en déflattant d'abord la valeur des exportations par les prix à l'exportation et en déflattant la valeur des importations par les prix à l'importation. Puis on fait la différence des deux chiffres déflattés ainsi obtenus. Afin de tenir compte de l'effet des termes de l'échange, la Commission européenne propose de déflater d'abord la contribution nette avec les prix à l'importation. L'effet des termes de l'échange est alors la différence entre les deux contributions nettes calculées de manière différente.

Le PIB ajusté est alors supérieur au PIB réel classique et l'effet des termes de l'échange est positif si l'accroissement des prix à l'exportation est supérieur à l'accroissement des prix à l'importation, c.-à-d. si

$$E^{TdE} = \frac{X}{P^M} - \frac{X}{P^X} > 0$$

où X est la valeur des exportations; P^M et P^X sont les prix respectivement à l'importation et à l'exportation, les deux étant exprimés en euro. E^{TdE} est l'effet des termes de l'échange.

Le lien entre les deux concepts de PIB est alors

$$PIB^{ajusté} = PIB^{classique} + E^{TdE}.$$

On peut montrer que l'accroissement des prix à l'exportation suite à une dépréciation l'emporte sur l'accroissement des prix à l'importation dans le cas où le produit de l'élasticité de la demande à l'importation et de l'élasticité de la demande à l'exportation est supérieur au produit des élasticités de l'offre à l'importation et de l'offre à l'exportation.

Selon les chiffres utilisés par la Commission européenne lors de ses récentes prévisions de printemps, l'effet des termes de l'échange sera négatif en 2000 pour la zone euro, vu que les prix à l'importation augmenteront plus rapidement que les prix à l'exportation. Outre l'évolution du taux de change, l'augmentation du prix du pétrole joue un rôle important en cette matière. L'ajustement nécessaire au PIB réel qui permet d'obtenir la croissance ajustée du PIB s'élèverait selon la Commission à environ -0,48 points de pour-cent: la croissance ajustée serait alors de seulement 2,9% au lieu de 3,4%. Ce chiffre est à considérer comme approximatif car sujet aux incertitudes liées à toute prévision économique. Pourtant, le FMI avait, lors de ses dernières prévisions économiques, également anticipé une détérioration des termes de l'échange pour la zone euro. De plus, les prévisions de la Commission sont basées sur l'hypothèse (technique) que le taux de change effectif garderait tout au long de 2000 la valeur qu'il avait pendant les travaux de prévision (du 10 au 21 janvier 2000). Une valeur externe de l'euro qui resterait, en moyenne pour l'année courante, inférieure à la valeur de janvier, aurait tendance à renforcer cet effet des termes de l'échange.

Dans la mesure où l'évolution de la productivité est prise en compte pour la négociation des salaires entre partenaires sociaux, un PIB ajusté pourrait représenter la meilleure mesure de la hausse de la production. Il fournit une indication plus précise du revenu réel qui peut être réparti à un moment donné dans une économie. La prise en compte dans la politique salariale du PIB ajusté pour les variations des termes de l'échange peut aider à maintenir l'équilibre dans la rémunération des facteurs de production capital et travail.

1.2 La situation économique au Luxembourg

1.2.1 L'économie réelle

1.2.1.1 La croissance économique au Luxembourg en 1999

1999 a été la troisième année consécutive de forte croissance économique. En effet, selon les derniers chiffres publiés par le STATEC, la variation réelle du PIB a été de 7,5% en 1999. Ceci constitue une amélioration par rapport aux années 1997 et 1998, qui étaient déjà caractérisées par une progression solide (+ 7,3% en 1997 et + 5,0% en 1998).

Tableau 4 Croissance réelle (en%)

	PIB	Consommation finale nationale des ménages	Consommation collective des administrations publiques	Formation brute de capital fixe	Exportations	Importations
1998	5,0	2,0	2,8	1,5	9,9	8,3
1999	7,5	4,1	12,8	26,6	7,9	11,2

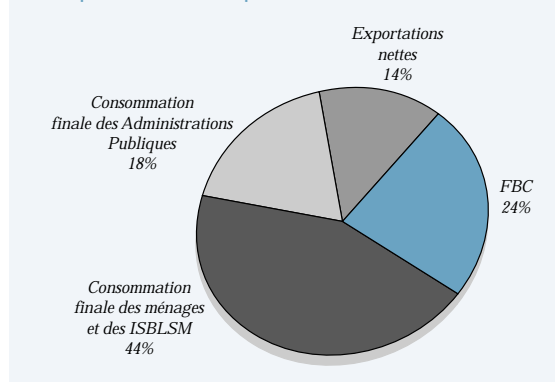
Source: STATEC

L'accroissement le plus impressionnant a pu être enregistré du côté de la formation brute de capital fixe (+ 26,6%), après une croissance modérée en 1998 (1,5% en 1998). Il convient de préciser que la croissance de la FBCF a tendance à être très volatile (10,5% en 1997 et 1,5% en 1998). Les facteurs ayant contribué à cette récente accélération sont essentiellement les investissements publics en infrastructures routières et scolaires ainsi que des facteurs spéciaux tels que l'importation d'avions.

La croissance des exportations de biens et de services, bien que restant solide avec 7,9% en 1999, a diminué en allure après deux années particulièrement fortes (+ 10,5% et 9,9% respectivement en 1997 et 1998). Cette décélération de la croissance des exportations s'explique surtout par la faiblesse relative de la conjoncture internationale au cours du premier semestre de l'année 1999. Quant aux importations, on a constaté une augmentation de 11,2% en 1999 qui, conjuguée avec la moindre croissance des exportations, a occasionné une détérioration (nette) du solde des exportations et des importations.

Au niveau de l'évolution des principaux agrégats, on peut noter que l'augmentation de la dépense de consommation finale des ménages a été de + 4,1% (1998: + 2,0%). Une évolution encore plus vigoureuse a été observée du côté de la consommation finale des administrations publiques avec + 12,8% (+ 2,8% en 1998). Cette évolution s'explique surtout par l'introduction de l'assurance dépendance.

Graphique 6 Composition du pib en 1999



Source: STATEC

1.2.1.2 L'activité économique

Le secteur de l'industrie

L'évolution de la production industrielle en 1999 a été similaire à celle de la zone euro, avec des taux de variation plus importants pour l'industrie luxembourgeoise. La production par jour ouvrable a accéléré tout au long de l'année 1999 pour ralentir au quatrième trimestre. Au début de 2000, on a observé un revirement de cette perte de cadence avec une croissance mensuelle de 4,6% en janvier et de 4,1% en février.

Tableau 5 Production par jour ouvrable dans le secteur de l'industrie

Production par jour ouvrable	Taux de croissance annuels					Taux de croissance mensuels		
	99	T1-99	T2-99	T3-99	T4-99	Déc.	Jan.	Fév.
Industrie – Total	3,0	-2,6	2,0	6,6	6,4	-7,2	4,6	4,1
Biens d'équipement	10,6	-2,4	7,6	17,8	19,0	-4,5	-10,6	7,4
Biens intermédiaires	4,8	-3,8	5,2	8,9	9,8	-10,9	8,3	5,5
Biens de consommation non durables	-3,7	-1,8	-4,6	-0,7	-7,3	-5,3	7,5	2,7

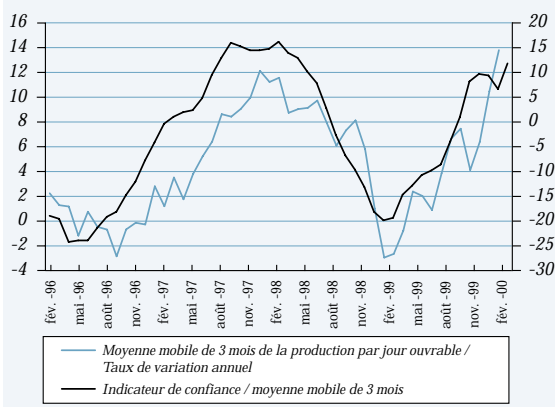
Source: STATEC

Ce changement de tendance au début de l'année se retrouve aussi dans la production des biens intermédiaires et des biens de consommation non durables. La production a ralenti au mois de décembre pour redémarrer fortement en janvier. Les biens intermédiaires connaissent d'importantes variations annuelles positives, et les biens de consommation non durables, après une année 1999 moins bonne que 1998, semblent retrouver le chemin de la croissance. La production des biens d'équipement est revenue à un niveau normal après des résultats exceptionnels lors des mois de septembre et d'octobre 1999. La chute de production qui s'observe à travers les variations mensuelles ne se traduit cependant pas encore sur les taux annuels. Au quatrième trimestre 1999 et en janvier 2000, le niveau de la production reste largement au-dessus de celui de l'année précédente.

Le ralentissement au tournant de l'année semble donc être un phénomène éphémère. En effet, les enquêtes de conjoncture du STATEC font état d'un sentiment optimiste auprès des chefs d'entreprises. Lors du mois de février, l'indicateur de confiance pour l'industrie a fait un bond important et a renoué avec la tendance haussière entamée au début de l'année précédente. Il est très proche de son niveau maximum absolu. L'appréciation positive par les chefs d'entreprises se retrouve dans toutes les composantes de l'indicateur, la demande courante, des stocks en diminution, ainsi que l'estimation d'une production

future élevée. Les enquêtes trimestrielles de conjoncture du STATEC révèlent une augmentation du taux d'utilisation des capacités au premier trimestre 2000. Ce dernier atteint désormais son niveau record de fin 1997 et début 1998. Ces indicateurs laissent donc présager un prolongement, sinon une amélioration, de la conjoncture déjà favorable au courant des premiers mois de l'an 2000.

Graphique 7
Production et confiance dans le secteur de l'industrie



Source: STATEC

Echelle de gauche: Indicateur de confiance / Balance des réponses positives et négatives exprimées en % des réponses totales
Echelle de droite: Production par jour ouvrable

Le secteur de la construction

Le secteur de la construction a connu en 1999 une expansion de 3,8% de sa production par jour ouvrable, et de 8,5% de son chiffre d'affaires. Ces taux de croissance sont les plus importants sur les trois dernières années.

Tableau 6 Production par jour ouvrable dans le secteur de la construction

Production par jour ouvrable	99	T1-99	T2-99	T3-99	T4-99	Déc.	Jan.	Fév.
Construction - Total	3,8	2,4	2,3	1,4	9,1	20,1	-4,1	21,1
Génie civil	11,3	1,5	10,2	13,8	19,7	30,6	6,9	35,3
Bâtiment	-3,0	3,3	-4,7	-9,7	-0,4	10,4	-14,0	8,7

Source: STATEC

Lors des mois d'hiver, l'activité dans ce secteur tourne au ralenti en raison des facteurs météorologiques. La progression annuelle, lors du mois de février, favorisée par un hiver plus doux et une demande très forte, est ainsi particulièrement impressionnante.

A l'instar de l'industrie, ce secteur devrait également connaître une évolution favorable au cours des prochains mois. Les chefs d'entreprises se disent très optimistes et l'indicateur de confiance pour ce secteur est à son maximum lors du premier trimestre 2000.

L'évolution asymétrique des deux sous-secteurs est cependant toujours actuelle. Tandis que le génie civil connaît une phase expansionniste à cause des importants travaux d'infrastructure publique, l'activité dans le bâtiment ne connaît toujours pas de développement soutenu.

Le secteur des services

Le commerce de détail a connu une moins bonne évolution en 1999 que lors des deux années précédentes; son chiffre d'affaires (en volume) n'a augmenté que de 2,3%. Vu les conditions économiques générales très favorables, la consommation privée devrait toutefois croître de façon considérable. Les habitudes de consommation évoluent et les consommateurs consacrent par exemple une plus grande partie de leurs revenus à d'autres articles que l'alimentation et les biens courants de consommation. Ainsi, les immatriculations de voitures ont connu un niveau record en 1999, une évolution positive qui s'est poursuivie lors des premiers mois de 2000.

En somme, il y a eu peu de signes qui pourraient conclure à un ralentissement de la conjoncture dans l'économie luxembourgeoise. L'industrie devrait continuer les prochains mois sur sa ligne de croissance, la construction connaît un véritable boom et le secteur bancaire affiche aussi de très bons résultats (voir infra).

1.2.1.3 Le marché du travail

L'emploi a progressé pendant les premiers mois de l'année en cours au même rythme qu'en 1999. L'année écoulée a affiché une progression élevée de 5,0% de l'emploi total. Les estimations officielles pour le début de 2000 indiquent en effet le maintien de cette tendance. Il se peut même que la progression de l'emploi se soit encore accélérée. L'emploi total a progressé de 5,6% en janvier, ce qui est la valeur observée la plus récente. Les estimations officielles pour les mois jusqu'à avril inclus affichent une croissance moyenne de plus de 5,4%.

L'économie reste donc créatrice d'emplois nouveaux, les non-résidents continuent à satisfaire à la plus grande partie de cette offre. Leur poids dans l'économie ne cesse de croître, ils représentent presque 33% de l'emploi total au mois d'avril.

Des interprétations divergentes du plan d'action national en faveur de l'emploi (PAN) par les différents partis politiques comme par les partenaires sociaux se sont inscrites dans cette phase de croissance continue. Tandis que les syndicats comme l'opposition parlementaire ont manifesté leur volonté de parvenir à une réduction légale du

temps de travail, vu que le patronat ne se serait pas soumis à ce que les syndicaux perçoivent comme une obligation inscrite dans la loi du 12 février 1999, à savoir un accord avec les syndicats ayant comme contenu une telle réduction, le gouvernement comme le patronat ont défendu une autre vue du contenu de la loi du PAN. Le gouvernement, estimant que la balle est à présent dans le camp des partenaires sociaux, s'oppose à toute réduction légale du temps de travail. Le patronat a fait sienne une interprétation divergente du PAN selon laquelle la mention «les négociations collectives (...) devront obligatoirement porter sur (...) la réduction du temps de travail (...)» ne doit pas nécessairement mener à des accords ayant comme contenu une réduction nette effective du temps de travail. Plutôt, il met davantage l'accent sur une flexibilisation du temps de travail pour laquelle la loi du PAN est la base légale.

Le chômage

La diminution du chômage, qui a pu être observée depuis 1997, s'est accélérée au début de l'année.

Le taux de chômage moyen pendant les quatre premiers mois a été de 2,8% après 3,2% dans la même période de l'année précédente et le nombre moyen de demandeurs d'emploi s'est élevé à 5 302 personnes, ce qui revient à une amélioration, en variation annuelle, de 488 unités.

Plusieurs facteurs ont contribué à la réduction du taux de chômage. La croissance de l'emploi national (augmentation de 2,6% en variation annuelle jusqu'ici en 2000), prise isolément, ne suffit que pour diminuer le taux de chômage de 0,09 point de pour cent. Ce résultat est obtenu en calculant d'abord un taux de chômage fictif: le nombre de demandes d'emploi non-satisfaites (DENS) des quatre premiers mois de 1999 est divisé par une population active hypothétique égale à la somme des DENS de la même période et de l'emploi

national des quatre premiers mois de 2000. Ainsi, on obtient pour la période de janvier à avril le taux de chômage qu'on aurait pu observer en 2000 si le nombre des DENS n'avait pas changé par rapport à 1999. Puis, on calcule la différence entre ce taux de chômage hypothétique et le taux de chômage moyen observé pendant les quatre premiers mois de 1999 pour obtenir ainsi une différence de 0,09 point de pourcentage. Rappelons que le recul total du taux de chômage est de 0,4 point de pourcentage.

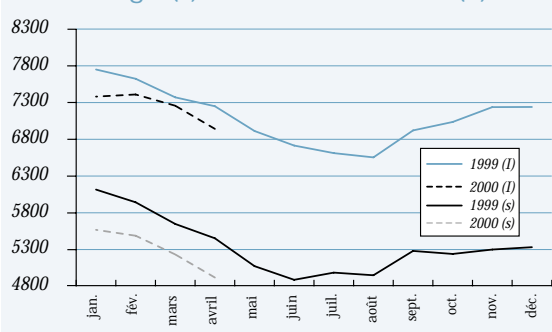
Si c'est donc la diminution nette du nombre de demandeurs d'emploi qui a le plus contribué à la réduction du *taux* de chômage, les statistiques disponibles ne permettent pas de savoir exactement quel est le nombre de personnes initialement inscrites à l'Administration de l'emploi (ADEM) qui ont pendant ce temps trouvé un emploi respectivement qui ne sont plus inscrites pour une autre raison.

Par contre, on note qu'une grande partie de la diminution du nombre des DENS est due à l'augmentation sensible, en variation annuelle, du nombre des mesures spéciales qui est observée dès le début de l'année courante. Rappelons que les personnes inscrites auprès de l'ADEM et qui bénéficient d'une telle mesure ne sont pas comptées parmi les demandeurs d'emploi au sens strict. Par conséquent, le taux de chômage officiel (dit «strict») ne les inclut pas. L'ADEM a en effet réussi à augmenter le nombre de personnes placées en mesure de presque 14%. Ceci est d'autant plus remarquable que leur nombre avait quasiment stagné en 1999 par rapport à 1998. Ainsi, l'augmentation du nombre des mesures revient à presque 50% de la réduction du nombre des demandeurs d'emploi inscrits à l'ADEM. Par conséquent, le taux de chômage au sens *large*, incluant les personnes en mesure, n'a diminué que de 0,2 point de pourcentage ou de 251 personnes. Le graphique 8 montre qu'au premier trimestre, le

recul du chômage au sens large n'a pas la même ampleur que celui dit au sens strict.

En même temps, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites inscrites a baissé de 18% – ou de 314 unités – par rapport au premier trimestre de 1999.

Graphique 8
Nombre de demandeurs d'emploi au sens large (l) et au sens strict (s).



Source: EUROSTAT

1.2.1.4 L'évolution des prix et des coûts

Depuis janvier de cette année, le Luxembourg dispose de deux indices pour mesurer son inflation: l'indice des *prix à la consommation* harmonisé (IPCH) et national (IPCN)⁴. Le premier est pris en compte dans le calcul de l'inflation de la zone euro, puisqu'il prend en compte la totalité de la consommation sur le territoire national, alors que le deuxième se destine principalement à servir de référence pour l'indexation des salaires.

L'IPCH du mois de mai 2000 affiche une forte progression annuelle de 2,97% – comparée à 3,23% pour le mois d'avril. L'indice national progresse de 2,55% au cours du même mois. L'inflation sous-jacente, telle que définie par le STATEC⁵, progresse en variation annuelle de 1,6% en mai, comparé à 1,5% en avril. Une analyse plus

détaillée de l'évolution de l'inflation nous est fournie dans l'étude sur «l'accélération de l'inflation au Luxembourg» dans la deuxième partie de ce bulletin.

L'évolution à la baisse de l'indice *prix à la production* (IPP) des produits industriels, amorcée en septembre 1998, s'est inversée depuis décembre 1999. En mars 2000, les prix ont augmenté de 2,49% par rapport au même mois de l'année précédente. Les prix à la production réagissent avec un certain décalage à la hausse des prix des matières premières. Dès lors, la hausse des prix devrait se maintenir et même s'accélérer au cours de l'année en cours. Dans une moindre mesure, la concurrence économique, notamment dans les marchés des produits sidérurgiques, devrait être un facteur de modération.

Depuis avril 1999, les valeurs unitaires à l'exportation baissent en glissement annuel plus fortement que celles à l'importation, entraînant des variations annuelles négatives des *termes de l'échange* (atteignant -1,9% en mars 2000). Le climat de baisse des valeurs unitaires à l'importation depuis mi-98 a favorisé une diminution des prix à la production qui, à son tour, a conduit à une baisse des valeurs unitaires à l'exportation. Comme anticipé, la baisse des valeurs unitaires à l'importation s'est inversée (-1,84% de moyenne en 1999, + 1,89% en mars 2000) en raison de la remontée des prix du pétrole et de la chute de l'euro, ce qui, à moyen terme, entraînera une hausse des valeurs unitaires à l'exportation (-2,90% en janvier 2000, -0,78% en février 2000 et -0,03 en mars 2000). Remarquons encore que les prix à l'exportation sont soumis à une forte concurrence internationale dans l'industrie sidérurgique, comme l'indique l'analyse des prix à la production des produits industriels.

⁴ Cf. le Rapport Annuel 1999 de la BCL pour une analyse plus détaillée des différences.

⁵ IPCH à l'exclusion des biens et services dont les prix se forment sur le marché mondial et ceux dont les prix sont caractérisés par des variations erratiques.

L'accélération récente de l'inflation à laquelle on assiste depuis plusieurs mois (voir plus loin l'analyse sur «l'accélération de l'inflation au Luxembourg») va probablement mener à une indexation des salaires au mois de juillet. Il est souhaitable que cette augmentation des salaires – la deuxième au cours d'une période de douze mois – soit prise en considération lors des négociations salariales, actuelles et futures, entre partenaires sociaux. Une telle approche est à voir dans le contexte que, dans la grande majorité des pays de la zone euro, la compensation des salariés pour des pertes de pouvoir d'achat suite à l'inflation fait partie de l'augmentation des salaires conclue entre les partenaires sociaux. Par contre, au Luxembourg, toute augmentation des salaires qui résulte de la signature d'une convention collective est une augmentation réelle du pouvoir d'achat s'inscrivant en sus de la compensation pour l'inflation passée des prix à la consommation, qui elle est assurée par l'indexation des salaires. Une telle approche – la prise en considération lors des négociations salariales de l'indexation automatique des salaires à l'évolution des prix à la consommation – se justifie, premièrement, par le souci de maintenir la position compétitive de l'économie luxembourgeoise. Deuxièmement, des augmentations modérées de salaires permettront à l'économie nationale de ne pas dévier durablement de la performance inflationniste de la zone euro. Pour cette raison, un abandon du principe de la modération salariale, tel qu'il est en discussion surtout depuis l'accord salarial conclu le 29 mai pour la fonction publique, constitue un risque. Il existe déjà des tensions inflationnistes nous provenant de l'extérieur, en particulier des prix pétroliers, et qui sont déjà relayés au niveau interne au travers du mécanisme de l'indexation des salaires. Le renforcement de ces deux facteurs, au travers d'une dérive salariale, risquerait d'accélérer encore l'inflation et de nuire à la compétitivité internationale des entreprises luxembourgeoises.

1.2.2 Le secteur financier

1.2.2.1 Somme des bilans des institutions financières monétaires

Durant les quatre premiers mois de l'année 2000, la somme des bilans des institutions financières monétaires luxembourgeoises (banques et OPC monétaires) a affiché des taux de croissance annuels relativement importants de l'ordre de 15%. Au 30 avril, la somme des bilans provisoire des institutions financières monétaires luxembourgeoises, s'élève à 699 291 millions d'euros, ce qui représente une hausse de 101 628 millions d'euros, soit 17% par rapport au 30 avril 1999. Cette croissance s'explique, outre par le développement favorable des activités, également par l'inclusion, au cours de l'année 1999 et au début de l'année en cours, d'OPC qui jusqu'à présent n'ont pas été considérés comme OPC monétaires.

1.2.2.2 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

A la fin du mois d'avril 2000 la somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois s'élève à 624 394 millions d'euros.

La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois a par conséquent connu, au cours du mois d'avril 2000, une hausse de 6 761 millions d'euros soit 1,09% par rapport au 31 mars. Au cours des quatre premiers mois de l'année en cours, le total bilantaire a crû de 3,05% et sur les douze derniers mois les banques ont vu leur bilan s'accroître de 12,26%.

L'accélération du taux de croissance de la somme des bilans des banques de la place au cours des derniers mois est avant tout à attribuer à une augmentation très nette des créances sur la clientèle et à une hausse substantielle des engagements envers les banques et la clientèle.

L'augmentation du portefeuille des actions et autres valeurs mobilières à revenu variable explique à elle seule 26,4% de la croissance bilantaire mensuelle alors que le portefeuille des effets et autres valeurs mobilières à revenu fixe compte pour 16,4% dans cette croissance. Néanmoins, sur la période des douze derniers mois, ce sont les crédits sur la clientèle qui ont le plus contribué à la croissance du total de la somme des bilans, augmentant de 20 643 millions d'euros alors que les créances sur les établissements de crédit augmentent de 19 800 millions durant la même période.

En termes relatifs, les créances sur les établissements de crédits représentent désormais 47,6% du total bilantaire et les créances sur la clientèle 20,4%. Notons que depuis plusieurs trimestres déjà les crédits interbancaires connaissent une tendance continue à la baisse en termes d'importance relative. Les créances sur la clientèle mais surtout le portefeuille des effets et des valeurs mobilières à revenu fixe gagnent par contre en importance.

Le portefeuille des effets et des valeurs mobilières à revenu fixe renoue avec une croissance positive en mars après un début d'année caractérisé par des taux de croissance négatifs. Un quart de l'actif des banques est désormais constitué de titres à revenu fixe.

L'évolution favorable des créances sur la clientèle et du portefeuille-titres des banques trouve son explication dans la confirmation de la croissance dans la zone euro qui incite les particuliers et les entreprises à emprunter, d'autant plus que les taux d'intérêts sont à un niveau historiquement bas.

Au niveau des créances sur la clientèle, l'on note une stabilisation à un niveau élevé de la demande de crédits destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg. Au cours des trois premiers mois de l'année en cours, le niveau de la demande de crédits destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg s'est élevé à 549 milliards

d'euros, soit un niveau équivalent à celui observé au cours du premier trimestre de l'année précédente. La baisse de 30 milliards d'euros par rapport au 30 mars 1999 doit certainement être vue dans le contexte des augmentations récentes de taux d'intérêts dans la zone euro qui pourraient légèrement détériorer l'environnement favorable à la demande pour des crédits immobiliers. Le financement de ce type de crédits a en effet été sujet à plusieurs renchérissements au cours des derniers mois et pourrait éventuellement encore être influencé par des modifications de taux d'intérêt au cours de l'année 2000.

Du côté passif, l'augmentation des dettes envers la clientèle explique à elle seule l'augmentation du total bilantaire en avril. Sur les douze derniers mois, la croissance des dettes envers les établissements de crédit compte pour 31 047 millions d'euros, suivies des dettes envers la clientèle qui augmentent de 21 099 millions d'euros sur une année.

Le passif interbancaire représente désormais 48,3% du total de la somme des bilans des banques luxembourgeoises et les dettes envers la clientèle 33,9%. La baisse en importance des dépôts de la clientèle dans le passif total des banques doit être mise en relation avec la progression des bourses aux cours des derniers trimestres qui a incité de plus en plus de clients à se détourner des produits d'épargne classiques pour placer leurs fonds davantage dans des produits plus risqués. Toutefois, au cours de l'année 2000, le volume des dépôts effectués par la clientèle n'a cessé de progresser permettant ainsi également une stabilisation du poids relatif de ces dépôts dans le total bilantaire des établissements de crédit.

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

L'emploi dans le secteur financier (Etablissements de crédit et Autres professionnels du secteur financier) a connu au cours du premier trimestre 2000 une évolution plus que satisfaisante. Ainsi,

l'emploi dans le secteur financier s'élève fin mars 2000 à 24 327 personnes, ce qui représente une hausse de 342 unités ou encore 1,43% par rapport à décembre 1999. En glissement annuel le taux de croissance s'élève à 6,99%. Ce taux doit être mis en parallèle avec le taux de croissance de l'emploi intérieur total qui était de 4,6%. L'emploi dans le secteur financier représente dorénavant 9,5% de l'emploi intérieur total.

Au 31 mars 2000, l'emploi dans les établissements de crédit s'élève ainsi à 21 397 personnes, soit une hausse de 0,94% par rapport au 31 décembre 1999 (3,81% annualisé).

Considéré sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de mars 1999 à mars 2000, l'effectif dans les établissements de crédit est en progression de 1 339 unités, soit 6,68%. La décélération du taux de croissance observée durant le premier trimestre de l'année en cours est assez logique si on tient compte du fait que, de mars 1999 à décembre 1999, l'emploi dans les établissements de crédit a crû de près de 9% en taux annualisé. Cette forte croissance de l'effectif au cours des trois derniers trimestres de 1999 peut trouver son origine dans les efforts réalisés par les banques pour adapter leurs systèmes informatiques au passage du millénaire.

De façon générale, l'augmentation de l'effectif dans le secteur bancaire durant les douze derniers mois trouve son origine dans différents facteurs, parmi lesquels le développement des activités hors-bilan telles que la gestion de fortune et l'administration des fonds d'investissement qui ont connu un essor sans précédent au cours des deux dernières années.

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

Les banques luxembourgeoises ont enregistré un très bon résultat au cours du premier trimestre de l'année 2000. Tant la marge sur intérêts que les revenus hors intérêts ont contribué favorablement

aux bénéficiaires des banques; l'évolution des activités du hors-bilan est la source principale de la croissance des revenus. Ainsi la marge sur intérêts augmente de 22,33% et les revenus hors intérêts de 41,35%, ce qui permet au résultat brut de croître de 31,49% en glissement annuel. Les frais de personnel et d'exploitation augmentent de 14,37%, portant ainsi le résultat avant provisions à un niveau qui est 45,71% plus élevé qu'à la fin du premier trimestre de l'année passée.

Alors que les évolutions des intérêts perçus et bonifiés furent décroissantes en 1999, les flux d'intérêt se sont accrus de façon considérable au cours du premier trimestre de l'année courante. Les intérêts et dividendes perçus augmentent de 20,38% par rapport au premier trimestre de 1999, et les intérêts bonifiés de 20,19%, propulsant ainsi le taux de croissance annuel de la marge sur intérêts à 22,33%. Cette évolution favorable s'explique en partie par un accroissement du volume des activités des banques qui se reflète dans la croissance de 12,37% du total bilantaire. Ce sont notamment les taux d'intérêt favorables à l'investissement et l'accélération de la reprise économique dans la zone euro qui ont entraîné une nette persistance de l'augmentation des créances sur la clientèle durant l'année écoulée. L'effet de l'accélération de l'activité économique sur la marge sur intérêts des banques a été amplifié par une accentuation de la pente de la courbe des taux depuis mars 1999. Les taux d'intérêt à court terme ont commencé à augmenter au cours des deux derniers trimestres; le taux EONIA se situait à 2,93% en mars 1999 et diminuait jusqu'à 2,43% en septembre 1999 pour finalement se situer à 3,51% à la fin du premier trimestre de cette année. Les taux d'intérêt à long terme ont par contre connu une hausse quasi constante durant les douze derniers mois, le taux de rendement moyen à 10 ans des emprunts d'Etat de la zone euro passant de 4,18% au premier trimestre de l'année écoulée à 5,49% en mars de cette année. Notons toutefois que la marge sur intérêts ne compte plus que

pour 48,2% du résultat brut, tombant ainsi sous la barre des 50%, signe que les banques de la Place se tournent de plus en plus vers les activités moins cycliques que sont les métiers de la banque privée et de gestionnaire administratif de fonds d'investissement.

En ce qui concerne les résultats hors intérêts, les revenus nets sur réalisation de titres connaissent également une évolution favorable, augmentant de 28,32% en glissement annuel, inversant de la sorte la tendance négative observée pendant les deux derniers trimestres.

Les revenus nets sur commissions bondissent de 53,88% par rapport au premier trimestre de 1999. L'explication de cette évolution réjouissante résulte du dynamisme de l'activité de banque privée ainsi que de la progression spectaculaire des actifs des fonds d'investissement luxembourgeois. C'est ainsi que la valeur nette d'inventaire des fonds d'investissement luxembourgeois a crû de 57,38% de mars 1999 à mars 2000. Ce développement favorable s'explique bien sûr par la bonne tenue des marchés d'actions durant les douze derniers mois, qui contribue à accroître la valeur des actifs sous gestion mais qui incite aussi de plus en plus d'investisseurs à se tourner vers des placements à revenus variables au détriment des instruments d'épargne classiques. Ainsi les apports nouveaux comptent pour 53% de l'augmentation de la valeur nette d'inventaire agrégée des fonds d'investissement de mars 1999 à février de cette année. Les résultats sur commissions représentent désormais 39,01% du résultat brut des banques, alors qu'au premier trimestre de l'année passée ce ratio ne s'élevait qu'à 33,33%.

Les activités de change ont quant à elles connu une évolution négative durant les douze derniers mois. C'est ainsi que le revenu net dégagé par ces opérations tombe de 43,98% pour ne plus

représenter que 2,89% des revenus bruts. L'impact négatif de l'introduction de la monnaie unique sur ces revenus a cependant pu être compensé par les autres revenus hors intérêts. Les revenus sur divers qui en mars 1999 s'élevaient à 3 millions d'euros montent à 49 millions d'euros au premier trimestre de cette année.

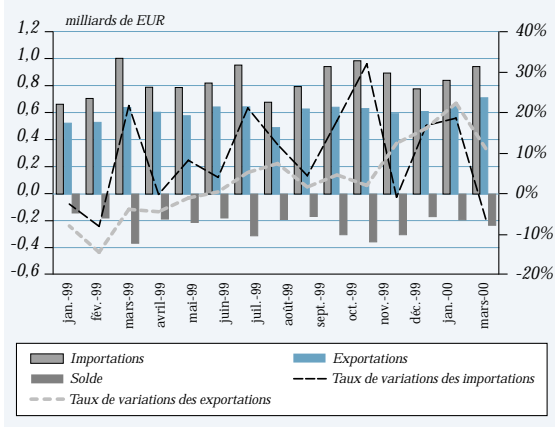
Les frais de personnel augmentent de 14,29%, augmentation qui doit être mise en relation avec la progression de 6,68% du nombre d'emplois depuis mars 1999. Le déclenchement du mécanisme d'indexation des salaires en août 1999 a également influencé l'évolution de ce poste de même que l'augmentation des salaires prévue par la convention collective.

Les frais d'exploitation connaissent avec 14,46% un taux de croissance similaire aux frais de personnel.

1.2.3 Le commerce extérieur

Pendant le premier trimestre de l'année 2000, le déficit du commerce extérieur ressort avec 590 millions d'euros largement en diminution par rapport à la même période en 1999 (681 millions d'euros).

Graphique 8
Commerce extérieur (val eurs)



Source: STATEC

Bénéficiant d'une conjoncture favorable dans l'Union européenne, les exportations continuent à progresser (+6,4% par rapport au premier trimestre de 1999). Elles atteignent 1,975 milliards d'euros, le plus haut niveau jamais enregistré. La situation est d'autant plus satisfaisante que le trend vers des taux de croissance négatifs de nos exportations (-8,4% en 1999 par rapport au premier trimestre de 1998) semble s'être renversé. Les locomotives exportatrices restent les secteurs des articles en métaux ainsi que les machines et équipements.

Les importations ont augmenté (+7,9%) par rapport au premier trimestre de 1999: cette hausse de 187 millions d'euros est imputable aux importations croissantes de combustibles minéraux et de lubrifiants (+73,4%) et de machines et équipements (+25,1%). Les importations de matériel de transport ont diminué de 140 millions d'euros (-28,5%) par rapport au premier trimestre de 1999.

Pour la période couvrant le premier trimestre de l'année 2000, les exportations en volume ont augmenté plus fortement que les importations (18,2% contre 7,3%). Les prix à l'importation ont augmenté de 1,89% en mars 2000 par rapport à mars 1999 (soit une hausse de 1,9% sur l'ensemble du premier trimestre) reflétant ainsi la croissance ininterrompue du prix du pétrole brut.

Les exportations à destination de l'Union européenne atteignent 1,67 milliards d'euros et représentent 84,3% du total des exportations. De même, 87,1% de nos importations proviennent des Etats membres de l'Union européenne.

Alors que le solde bilatéral est assez proche de l'équilibre avec la plupart des pays, un excédent commercial de 127 millions d'euros a été réalisé

avec la France sur la période couvrant le premier trimestre 2000. Cependant, des déficits existent avec l'Allemagne et la Belgique. Le déficit avec la Belgique dont l'ampleur de 673 millions d'euros s'explique, entre autres, par le fait que les chaînes de distribution de produits au Luxembourg sont alimentées par des centres de distribution basés en Belgique.

1.2.4 La balance des paiements courants

Pour 1999, l'excédent du compte des transactions courantes s'établit à 1,459 milliards d'euros, en retrait par rapport à l'année précédente. La bonne évolution de l'excédent des services et des revenus des investissements est contrebalancée par la détérioration des soldes des rubriques des biens et des rémunérations des salariés.

Tableau 7

Les soldes de la balance des paiements courants

	Soldes	
	1998	1999
Opérations courantes	2,075	1,459
Biens	-1,782	-2,623
Services	2,783	3,206
Rémunération des salariés	-1,616	-1,902
Revenu des investissements ⁽¹⁾	3,008	3,139
Transferts courants	-0,318	-0,361

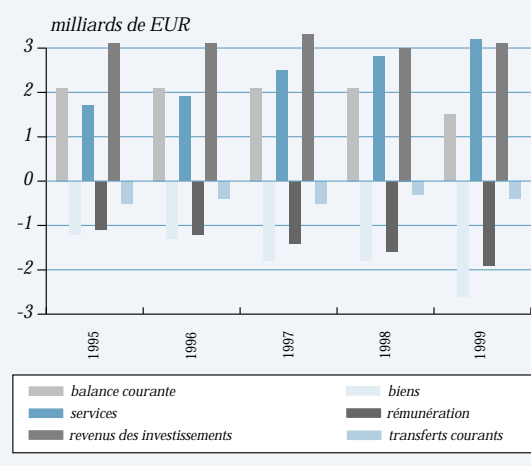
Source: STATEC

Note: tous les chiffres sont en milliards de EUR

⁽¹⁾ Sans bénéfices réinvestis

L'excédent réalisé en 1999 est le plus bas enregistré depuis 1995, date de la première compilation d'une balance des paiements courants du Luxembourg. La balance des paiements courants reste néanmoins confortablement dans le surplus. Le solde courant représente ainsi 8,3% du PIB (contre 15,2% en 1996).

Graphique 9
Balance des paiements courants



Source: STATEC

Biens

Le solde du compte des biens de la balance des paiements courants a atteint en 1999 un déficit historique dû, entre autres, à des achats d'avions gros porteurs par une compagnie aérienne résidente.

Services

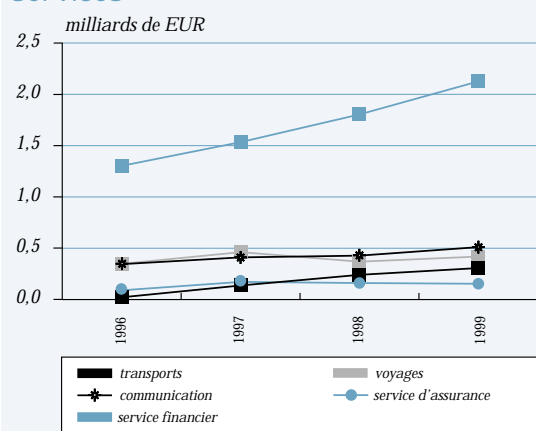
Les échanges de services ont enregistré en 1999 un solde en augmentation de 0,422 milliard d'euros par rapport à 1998 atteignant un excédent de 3,206 milliards d'euros. L'évolution la plus notable est enregistrée dans les services financiers dont la contribution au solde net des services ne cesse d'augmenter.

Les services financiers profitent notamment de l'évolution positive de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif dont l'encours a crû de 50% en 1999. Ces organismes interviennent d'une part directement du fait que la majorité des investisseurs sont des non-résidents et que les commissions de souscription respectivement de rachat sont directement imputées au crédit des services financiers. Les frais payés par les

organismes de placement collectif aux établissements de crédit résidents sont estimés et repris comme exportations de services dans la balance des paiements courants du Luxembourg.

Les services de transport ont de même connu une évolution positive. Le solde de 0,307 milliard d'euros est en augmentation de 27% par rapport à celui réalisé en 1998. Cette évolution positive dépend notamment du fret aérien.

Graphique 10
Evolution des sous-composantes des services



Source: STATEC

Rémunération des salariés

La somme des rémunérations payées à des salariés non résidents s'est fortement développée en 1999 (+13%) en ligne avec la montée continue du nombre de frontaliers travaillant dans l'économie luxembourgeoise.

Revenus des investissements

Les revenus des investissements dépendent largement de l'activité du secteur bancaire et des organismes de placement collectif. Du fait que les organismes de placement collectif versent la majeure partie de leurs revenus sous forme de

dividendes à leurs porteurs de parts, ces revenus n'ont qu'une faible influence sur le solde des revenus des investissements. Le solde, qui est en hausse de 4,36% par rapport à 1998, est surtout influencé par l'activité pour compte propre des établissements de crédit résidents dont la marge sur intérêts a augmenté de 6,01% en 1999.

1.2.5 Les finances publiques⁶

Le programme de stabilité actualisé du Grand-Duché de Luxembourg pour les années 1999 à 2003, présenté début mars 2000 par le gouvernement luxembourgeois, tient compte de l'environnement économique beaucoup plus favorable qu'escompté dans le premier programme. Il dis-

tingue trois scénarios macro-économiques différents. Le scénario central s'articule autour de l'hypothèse d'une croissance annuelle en volume du PIB dans l'Union européenne (UE) de 3% pour les années 2000 à 2003 présenté début mars 2000 par le gouvernement luxembourgeois. Ce taux correspond au taux de croissance potentiel estimé par la Commission européenne. Ce taux de croissance entraînerait pour le Luxembourg une croissance annuelle du PIB en volume de 5%. Les taux de croissance des scénarios alternatifs présument une croissance dans l'UE de 3,5% dans le scénario «haut» ou de 2,5% dans le scénario «bas», entraînant respectivement une croissance annuelle d'environ 4,5% et 6% pour le Luxembourg.

Tableau 8 *Prévisions pacte de stabilité 1999-2003: scénario central et analyse de sensibilité*

	Taux de croissance (%)	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Scénario «central»	PIB (volume)	5,0	4,9	4,9	5,1	5,2	5,4
	Prix implicites du PIB	1,5	1,2	1,9	2,2	2,1	2,0
Scénario «haut»	PIB (volume)	5,0	4,9	5,5	5,8	6,0	6,2
	Prix implicites du PIB	1,5	1,2	1,9	2,0	1,9	1,9
Scénario «bas»	PIB (volume)	5,0	4,9	4,3	4,4	4,5	4,6
	Prix implicites du PIB	1,5	1,2	1,9	2,3	2,3	2,2

Source: Actualisation du programme de stabilité du Grand-Duché de Luxembourg couvrant les années 1999 à 2003

Pour des raisons de prudence, les prévisions budgétaires sont cependant basées sur le scénario bas. La majeure contribution à la capacité de financement des Administrations publiques provient de la sécurité sociale. Les réserves de ce secteur devraient augmenter considérablement pour atteindre 25,3% du PIB en 2003. La partie la plus importante de ces réserves est imputable aux réserves des caisses de pensions.

La dette publique maintenue à un niveau très bas ainsi que les réserves budgétaires très élevées constituent des éléments importants d'une politique budgétaire qui doit tenir compte d'éventuels chocs externes auxquels une petite économie ouverte peut être soumise.

⁶ Les indications de croissance des dépenses budgétaires par rapport au budget voté 1999 ainsi que les indications de pourcentage du budget sont basées sur les chiffres du projet de budget 2000. De plus récentes informations n'étaient pas à la disposition lors de la date d'arrêté de la présente édition du Bulletin trimestriel de la BCL.

Tableau 9

(en % du PIB)	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Administration centrale						
Dépenses	28,0%	29,6%	29,1%	28,5%	27,9%	27,1%
Recettes	28,9%	30,3%	29,4%	28,9%	28,4%	27,7%
Capacité de financement	0,9%	0,7%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%
Sécurité sociale						
Dépenses	17,8%	18,9%	18,6%	18,0%	17,4%	16,9%
Recettes	19,4%	20,5%	20,6%	20,1%	19,7%	19,2%
Capacité de financement	1,6%	1,6%	2,0%	2,1%	2,3%	2,3%
Administrations locales						
Dépenses	6,9%	6,7%	6,6%	6,4%	6,2%	6,1%
Recettes	6,9%	6,7%	6,7%	6,5%	6,3%	6,2%
Capacité de financement	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Administration publique						
Dépenses	42,3%	44,1%	42,7%	41,7%	40,5%	39,3%
Recettes	44,9%	46,4%	45,2%	44,3%	43,4%	42,4%
Capacité de financement	2,6%	2,3%	2,5%	2,6%	2,9%	3,1%

Source: Actualisation du programme de stabilité du Grand-Duché de Luxembourg couvrant les années 1999 à 2003

Le programme actualisé déclare que l'augmentation de la capacité de financement de l'Etat permettra d'accumuler des réserves en vue d'affronter tout revirement de la situation économique à court terme. Corrigé pour le cycle économique, le solde des Administrations publiques montre qu'à moyen terme les estimations budgétaires présentent des marges de sécurité suffisantes pour pouvoir «faire face aux fluctuations conjoncturelles normales tout en maintenant le déficit public dans les limites de 3% du produit intérieur brut».

Force est de constater que le programme de stabilité actualisé constitue une nouvelle donnée dans l'information sur l'état des finances publiques luxembourgeoises. L'actualisation de ce dernier constitue une nette amélioration par rapport au premier programme, tant en ce qui concerne la qualité que la quantité d'informations produites. Ce plus d'informations permettra d'améliorer le débat public concernant l'état des

finances publiques. Certes, dans ce deuxième programme on constate l'absence d'une analyse plus détaillée de certaines caractéristiques bien connues des finances publiques, comme par exemple la dépendance du budget étatique du secteur financier ou la rigidité du budget des dépenses. Il est cependant regrettable que le programme ne tienne pas compte dans ses prévisions des mesures fiscales annoncées pour l'année 2002. Bien que le détail de cette réforme fiscale n'ait pas encore été présenté, les grands objectifs sont connus. L'effet de cette réforme sur les prévisions est d'autant plus critique qu'il s'agit d'une mesure expansive qui se répercutera sur l'économie luxembourgeoise dans une phase de très forte expansion économique. Des pressions inflationnistes sont donc à craindre si le gouvernement n'accompagne pas cette politique par une contraction des dépenses budgétaires.

C'est dans ce sens que le Conseil ECOFIN, dans son avis sur le programme de stabilité actualisé,

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

La performance budgétaire du Luxembourg est souvent décrite comme inégalée au sein de l'Union européenne (UE), la question se pose de savoir si cette situation résulte d'une position de départ plus favorable ou si la politique budgétaire est plus appropriée. Cette question est controversée.

Le surplus / déficit des administrations est un indicateur qui ne saurait à lui seul permettre une appréciation nuancée de la position des finances

publiques. En effet, une évaluation adéquate demande aussi bien une analyse de l'évolution temporelle de cet indicateur qu'une étude de ses variations par rapport à d'autres critères.

Le solde primaire, c'est-à-dire le besoin net ou la capacité nette de financement des administrations publiques à l'exclusion des charges d'intérêts sur les engagements des administrations publiques, représente un de ces critères. Pour le Luxembourg, le solde primaire ne diffère pas substantiellement du solde traditionnel étant donné que la dette publique est peu importante. Le service de la dette publique dans les autres pays membres de la zone euro, dépasse régulièrement les 5% du PIB. Ceci permet de conclure que hors service de la dette, l'impact des administrations publiques dans l'économie est d'un même ordre de grandeur dans les pays analysés.

Tableau 10

<i>(en % du PIB)</i>		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Recettes totales	EURO11	-	46,4	47,5	48,3	47,7	47,2	48	48,3	47,8
	BE	47,7	48,2	47,5	49,6	49,9	49,7	50,3	50,6	50,7
	NL	-	-	-	-	-	48,3	48,7	48,1	47,3
	LU	49,1	47,1	48,5	51,4	49,6	48,1	48,8	47,4	47,2
Dépenses primaires	EURO11	-	45,7	46,6	48	47,2	46,5	46,6	45,8	45,2
	BE	42,9	44,5	44,5	45,9	45,3	44,8	45,3	44,7	44,1
	NL	-	-	-	-	-	46,5	44,9	44,2	43,2
	LU	45,2	45,4	45,8	46,2	44,8	45,6	45,7	43,5	43,5
Surplus (+) ou déficit (-) primaire	EURO11	-	0,7	1,0	0,3	0,5	0,7	1,4	2,5	2,6
	LU	3,9	1,8	2,7	5,2	4,8	2,6	3,0	3,9	3,6
	BE	4,8	3,7	3,0	3,7	4,5	4,9	5,0	5,9	6,6
	NL	-	-	-	-	-	1,7	3,8	3,9	4,1
Surplus (+) ou déficit (-)	EURO11	-	-4,4	-4,6	-5,5	-5,0	-5,0	-4,3	-2,6	-2,0
	LU	3,5	1,4	2,4	4,9	4,4	2,2	2,7	3,6	3,2
	BE	-6,8	-7,3	-7,9	-7,2	-4,9	-4,2	-3,7	-2,0	-1,0
	NL	-	-	-	-	-	-4,2	-1,8	-1,2	-0,8

Source: Système européen de banques centrales (SEBC)

Pour les pays ayant une dette publique élevée, il arrive de déterminer, si le niveau de cette dette se répercute sur la pression fiscale, et, d'autre part,

si l'utilisation des deniers publics en dehors de service de la dette se voit modifiée.

Tableau 11

<i>(en % du PIB)</i>		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Dettes brutes consolidées	EURO11	-	57,3	60,8	67,2	69,8	74	75,2	74,6	72,9
	BE	125,7	127,4	128,9	135,9	134,5	131,8	128,3	123	117,4
	NL	-	-	-	-	-	77,2	75,3	70,3	67
	LU	-	-	-	5,7	5,3	5,6	6,2	6,0	6,4
Charge fiscale	EURO11	-	41,8	42,6	43,2	42,8	42,6	43,3	43,7	43,4
	BE	45,2	45,5	44,9	47	47,5	47,3	47,8	48,2	48,5
	NL	-	-	-	-	-	41,7	42	41,8	41,5
	LU	42,4	41	42,4	46,5	45	43,6	44,4	43,3	43
Formation brute de capital fixe	EURO11	-	3,3	3,2	3,1	2,9	2,7	2,6	2,4	2,4
	BE	1,7	1,7	1,8	2,0	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6
	NL	-	-	-	-	-	3,0	3,1	2,9	2,8
	LU	5,0	4,9	5,2	5,3	4,3	4,6	4,7	4,2	4,6

Source: Système européen de banques centrales (SEBC)

Note: La charge fiscale est constituée de la somme des impôts directs et indirects, des contributions à la sécurité sociale ainsi que des impôts en capital

D'une part, le niveau de la dette publique a une influence certaine sur l'ampleur de la charge fiscale. Les pays avec la dette la moins élevée par rapport au PIB ne sont toutefois pas toujours ceux dont la charge fiscale est la moins élevée. Une explication possible pour ce fait réside dans la progressivité des barèmes d'impôts. En effet, vu que le tarif d'imposition marginal augmente avec le niveau des revenus, le ratio des recettes fiscales par rapport au PIB peut augmenter suite à une croissance plus vigoureuse de l'économie.

D'autre part, la part des investissements des administrations publiques dans le PIB est négati-

tivement corrélée au niveau de la dette. Surtout en ce qui concerne ce dernier point, le Luxembourg présente une position particulièrement remarquable, puisque les dépenses pour investissements publics dépassent régulièrement les 4% du PIB.

Bien qu'une analyse sur base des soldes corrigés du cycle économique puisse encore nuancer la description, la convergence des cycles économiques dans la zone euro s'est poursuivie ces dernières années. Le SEBC travaille sur une approche homogène pour l'estimation des soldes structurels. Ce sujet sera remis sur le métier dans un prochain numéro du bulletin.