

Chapitre 1

LA SITUATION ECONOMIQUE
ET FINANCIERE

1.1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	12
1.1.2	Les rendements des titres publics à long terme	13
1.1.3	Les marchés boursiers	14
1.1.4	Le taux de change de l'euro	15
1.1.5	L'évolution des prix et des coûts	16
1.1.5.1	Prix à la consommation	16
1.1.5.2	Prix à la production industrielle	17
1.1.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	18
1.1.7	Le commerce extérieur	21
1.1.8	La balance des paiements	22
1.2	La situation économique au Luxembourg	25
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	25
1.2.1.1	Prix à la consommation	25
1.2.1.2	Prix à la production industrielle et construction	27
1.2.2	Industrie	28
1.2.3	Construction	29
1.2.4	Commerce	29
1.2.5	Comptes nationaux	31
1.2.6	Marché du travail	31
1.2.7	Le secteur financier	35
1.2.7.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	35
1.2.7.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	35
1.2.7.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	35
1.2.7.4	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	37
1.2.7.5	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	39
1.2.8	Le commerce extérieur	40
1.2.9	La balance des paiements courants	41
1.2.10	Les finances publiques	43

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Après avoir poursuivi une politique de fort resserrement monétaire durant l'an 2000, l'Eurosystème a maintenu ses taux directeurs inchangés pendant les premiers mois de l'année 2001. Ensuite, l'Eurosystème a baissé les taux directeurs à deux reprises pour un total de 50 points de base en date du 10 mai et du 30 août 2001. Ces décisions se sont inscrites dans le cadre d'une amélioration des perspectives d'évolution des prix dans la zone euro et d'un contexte économique entaché d'incertitudes croissantes dans le sillage de l'affaiblissement de l'activité économique mondiale.

Suite aux événements tragiques du 11 septembre 2001, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a estimé que l'incertitude relative à l'économie américaine ainsi qu'à l'économie mondiale s'est considérablement accrue. En conséquence, la confiance au sein de la zone euro et les perspectives de croissance économique à court terme en sont négativement affectées. Parallèlement, la baisse de l'activité est susceptible de réduire encore les risques inflationnistes dans la zone euro. Dans ce contexte l'Eurosystème a baissé, de concert avec la Fed et d'autres banques centrales, ses principaux taux d'intérêt de 50 points de base en date du 17 septembre 2001.

Finalement, l'atténuation des pressions inflationnistes conjuguée à la faible croissance du PIB au deuxième semestre a motivé une nouvelle baisse des taux d'intérêt de 50 points de base en date du 8 novembre 2001.

Ainsi, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été ramené à 3,25%. Les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont subi les mêmes baisses pour se retrouver à respectivement 4,25% et 2,25%.

Depuis lors, l'évaluation des informations contenues dans les deux piliers de la stratégie de la politique monétaire de l'Eurosystème indique que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié pour assurer le maintien de la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro.

En ce qui concerne le premier pilier, le taux de croissance annuel de la masse monétaire M3 s'est accéléré ces derniers mois pour s'établir à 6,9% pendant la période allant de juillet 2001 à septembre 2001. Or, l'agrégat monétaire continue de subir des distorsions à la hausse liées à la détention par les non-résidents de la zone euro de titres d'OPCVM monétaires et de titres de créance négociables à court terme. D'après des estimations provisoires, ce biais devrait avoir conduit à une surestimation de trois-quarts de point de pourcentage environ du taux de croissance annuel de M3 ces derniers mois. De plus, l'aplatissement de la courbe des rendements pendant les derniers mois et les incertitudes régnant sur les marchés boursiers ont amené les investisseurs à procéder à des arbitrages de leurs portefeuilles en faveur des placements à court terme inclus dans M3.

En outre, le ralentissement du taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé de la zone euro s'est poursuivi au cours des derniers mois.

Compte tenu de ces facteurs, la forte croissance de M3 ne devrait donc actuellement pas signaler l'existence de risques pour la stabilité des prix à moyen terme.

S'agissant du second pilier, l'évolution de l'activité économique internationale est entourée d'incertitudes particulièrement élevées suite aux événements du 11 septembre. Les attentats ont certes eu un effet négatif immédiat sur l'activité et sur la confiance des agents économiques. En ce qui concerne l'évolution des prix, ceux-ci devraient continuer à baisser. D'un

Tableau 1 Opérations sur taux opérées par l'Eurosystème au cours de l'année 2001

	Opérations principales de refinancement	Facilité de dépôt	Facilité de prêt marginal
11 mai 2001	4,50% (-0,25)	3,50% (-0,25)	5,50% (-0,25)
31 août 2001	4,25% (-0,25)	3,25% (-0,25)	5,25% (-0,25)
18 septembre 2001	3,75% (-0,50)	2,75% (-0,50)	4,75% (-0,50)
9 novembre 2001	3,25% (-0,50)	2,25% (-0,50)	4,25% (-0,50)

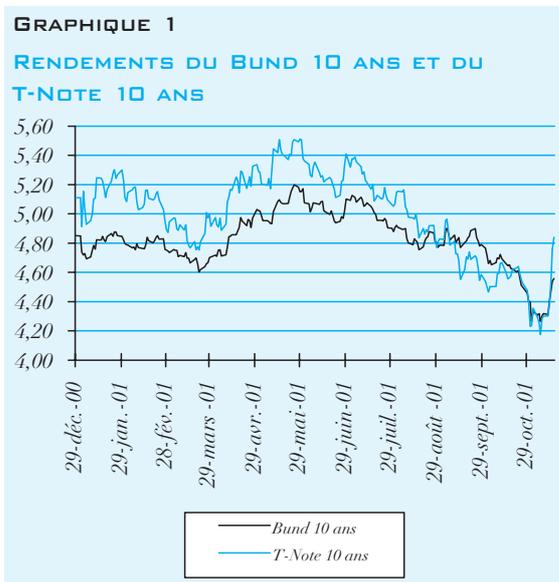
Source: BCE

côté, les incidences haussières provoquées précédemment par les produits énergétiques et alimentaires continuent à s'effacer progressivement. D'un autre côté, la plus faible progression de la demande devrait également contribuer à une moindre tension sur les prix.

Aux Etats-Unis, le sensible essoufflement de l'économie, dont les premiers signes étaient déjà visibles en automne 2000, s'est fortement accentué en 2001 et s'est aggravé davantage dans le sillage des attaques du 11 septembre 2001. Dans ces circonstances, la détérioration d'importants indicateurs économiques a conduit la banque centrale américaine à assouplir sa politique monétaire à dix reprises depuis le début de l'année, ramenant son principal taux directeur de 6,5% à 2%.

Dans un climat d'incertitude accrue suite aux attentats, la Fed a baissé ses taux directeurs à trois reprises (en date des 17 septembre, 2 octobre et 6 novembre) pour un total de 150 points de base afin de soutenir l'économie américaine.

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme



Source: Bloomberg

Les rendements des titres publics à long terme de part et d'autre de l'Atlantique ont poursuivi leur mouvement de baisse entamé à la fin du deuxième trimestre 2001. La dégringolade continue des marchés boursiers ainsi que la publication d'indicateurs économiques ne laissant plus de doute quant au ralentissement économique en cours ont favorisé un mouvement général de «fuite vers la qualité».

La violente baisse des rendements des titres publics à long terme, observée en septembre, s'explique essentiellement par un comportement d'arbitrage de portefeuille de la part des investisseurs en faveur de «valeurs refuges» suite aux attentats terroristes. Les données macro-économiques publiées après les attentats ont certes renforcé le sentiment d'un ralentissement prolongé de l'économie mondiale. Si ce mouvement de «fuite vers la qualité» s'est déclenché aux Etats-Unis, il s'est immédiatement propagé en Europe.

Dans le même temps, le repli des anticipations d'inflation devrait également avoir exercé des pressions à la baisse sur les rendements des emprunts publics à long terme. La baisse générale des taux témoigne enfin de l'anticipation des opérateurs en matière de baisse des taux d'intérêt directeurs des principales banques centrales dans un contexte économique entaché d'incertitudes particulièrement importantes.

Fin octobre, des facteurs techniques ont également contribué à la détente des taux longs. Ainsi, l'annonce de l'abandon des émissions de titres d'Etat américains avec une durée de 30 ans a déclenché de massifs achats de papiers publics à long terme de part et d'autre de l'Atlantique. Finalement, les rendements des titres publics à long terme ont de nouveau rebondi en novembre dans le sillage de la reprise des principaux marchés boursiers et de l'espoir d'une fin rapide des opérations militaires en Afghanistan après la prise de Kaboul par les forces de l'Alliance du Nord.

En date du 16 novembre 2001, date de clôture de 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» se sont établis à un niveau de 4,56%. Le rendement de l'emprunt obligataire public américain à 10 ans «T-Note 10 ans», quant à lui, s'est établi à un niveau de 4,84% en cette même date.

1.1.3 Les marchés boursiers

GRAPHIQUE 2

S&P 500



Source: Bloomberg

GRAPHIQUE 3

NASDAQ COMPOSITE



Source: Bloomberg

Aux Etats-Unis, les marchés boursiers ont commencé l'année en recul dans un contexte d'incertitude persistante quant aux perspectives de l'activité économique américaine. A partir du mois d'avril, les marchés ont repris confiance et sont repartis à la hausse dans le sillage du fort assouplissement de la politique monétaire américaine. Ensuite, les principaux indices boursiers ont de nouveau reculé à partir du mois de juin. Ce nouveau repli était principalement lié aux innombrables annonces d'avertissements sur résultats et de plans de restructuration et de réduction d'emplois.

En septembre, les marchés boursiers ont largement été influencés par les attentats terroristes. Les marchés ont enregistré de fortes chutes à l'immédiat, mais se sont assez vite repris. En effet, environ un mois plus tard, les bourses ont apuré les pertes subies suite aux événements tragiques. Les assouplissements monétaires opérés par les banques centrales ainsi que les mesures de relance budgétaire annoncées aux Etats-Unis devraient avoir contribué à ce rapide redressement des cours de bourse.

Entre le 11 et le 21 septembre, le S&P 500 avait reculé de 12% et le Nasdaq de 16%. En date du 11 octobre, les marchés boursiers américains se sont retrouvés à des niveaux proches de ceux enregistrés avant les attentats.

La publication de chiffres macro-économiques décevants en octobre (recul du PIB, hausse du chômage et perte de confiance des consommateurs), témoignant de l'accroissement du ralentissement économique en vigueur, a alimenté un nouvel accès de faiblesse des marchés américains. Finalement, les marchés boursiers américains sont repartis à la hausse en novembre suite au nouvel assouplissement de la politique monétaire américaine et au progrès réalisé dans la lutte contre le terrorisme.

En date du 16 novembre, le S&P 500 est en recul de 13,8% et le Nasdaq de 23,2% depuis le début de l'année.

GRAPHIQUE 4

DJ EUROSTOXX BROAD



Source: Bloomberg

Après son repli enregistré au premier trimestre 2001, l'indice Eurostoxx Broad s'est quelque peu repris en avril et en mai. Ensuite, il est reparti à la baisse dans un climat d'avertissements sur résultats et d'incertitudes accrues quant à la vigueur du ralentissement économique international et son impact sur la croissance européenne.

En septembre, l'Eurostoxx Broad avait enregistré un recul de 17% suite aux attentats aux Etats-Unis et avait retrouvé, un mois plus tard, son niveau précédant ces événements. Néanmoins, l'incertitude persistante entourant l'économie mondiale a continué à peser sur les marchés européens en octobre et les investisseurs ont revu à la baisse leurs anticipations de ralentissement économique dans la zone euro suite aux événements du 11 septembre.

En novembre, l'assouplissement de la politique monétaire ainsi que la bonne performance des marchés américains ont donné du tonus aux marchés boursiers européens. En date du 16 novembre, l'indice Eurostoxx Broad a enregistré un recul de 20,8% depuis le début de l'année.



Source: Bloomberg

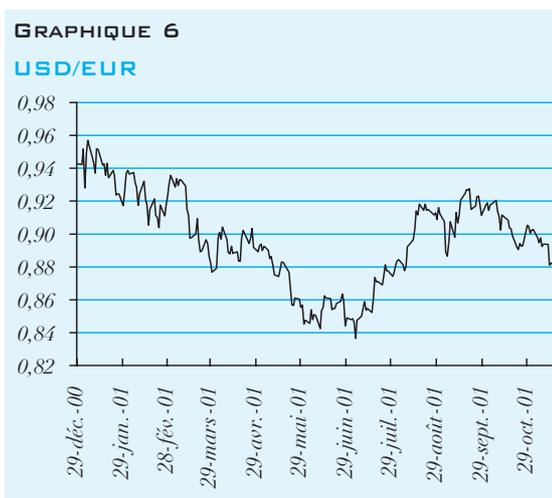
Bouleversée par les craintes de récession, la bourse nipponne a commencé l'année sur une tendance baissière. Ensuite, elle s'est accordé un rebond dans le sillage de l'assouplissement monétaire opéré par la Banque du Japon et de l'euphorie autour de l'avènement au pouvoir du nouveau Premier Ministre Koizumi adepte de profondes réformes. Or, la faiblesse continue des fondamentaux économiques et les préoccupations suscitées par le niveau des créances douteuses dans le

secteur bancaire ont alimenté un recul persistant du Nikkei 225 à partir de la deuxième quinzaine du mois de mai.

Les événements du 11 septembre ont déclenché un nouvel ajustement à la baisse des anticipations du marché quant à la reprise de l'économie japonaise, largement tributaire des exportations vers les Etats-Unis. Plus récemment, la forte hausse du chômage et la révision à la baisse des prévisions économiques tablant désormais sur un rétrécissement du PIB japonais pour l'année fiscale en cours ont pesé sur la bourse nipponne.

En date du 16 novembre, le Nikkei 225 a enregistré un recul de 22,8% depuis le début de l'année.

1.1.4 Le taux de change de l'euro



Source: Bloomberg

Durant les premiers mois de l'an 2001, le repli de l'euro face au dollar était principalement lié à l'optimisme des marchés quant à un rebond rapide de la croissance américaine. A partir du mois de mars, le recul de l'euro fut probablement dicté par l'inquiétude accrue quant à l'impact du ralentissement économique international sur les économies de la zone euro. A partir de juillet, les incertitudes croissantes quant à l'envergure et la durée de la détérioration de l'économie américaine ont déclenché un changement de tendance et l'euro s'est apprécié par rapport au dollar américain.

En ce qui concerne la réaction de l'euro face aux attentats, celui-ci s'est dans un premier temps quelque peu

renforcé par rapport au dollar et a atteint un maximum de 92,77 cents US en clôture du 20 septembre. Ensuite, il s'est maintenu dans une fourchette étroite comprise entre 92,5 et 90 cents US. Les baisses des taux directeurs des principales banques centrales et la mise à disposition d'amples liquidités ont apporté leur soutien au dollar US ont permis de calmer les marchés.

Ensuite, la mauvaise perception des cambistes du statu quo monétaire de l'Eurosystème en octobre a déclenché un repli temporaire de l'euro en dessous de la barre des 90 cents US. Fin octobre, l'euro s'est à nouveau redressé face au dollar dans le sillage des mauvaises statistiques économiques américaines sur le front de la confiance des consommateurs, du chômage et du PIB. Ensuite, l'euro a pâti de l'amplitude (50 points de base) de la baisse des taux d'intérêt dans la zone euro en date du 8 novembre. En effet, l'amplitude de cette baisse de taux a été interprétée comme un signe manifeste de l'inquiétude des responsables monétaires quant à la situation économique de la zone euro.

Finalement, les progrès américains dans la lutte contre le terrorisme ont soutenu le dollar US à partir de la deuxième semaine du mois de novembre.

En date du 16 novembre 2001, l'euro s'échangeait à 88,43 cents US contre 94,27 cents US au début de l'année.

1.1.5 L'évolution des prix et des coûts

1.1.5.1 Prix à la consommation

Le rythme de progression annuel des prix à la consommation dans la zone euro, tel que mesuré par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), après s'être accéléré au cours des cinq premiers mois de l'année pour atteindre 3,4% en mai 2001, s'est inscrit en baisse depuis le mois de juin pour reculer ainsi à 2,4% en octobre 2001. A noter que cette atténuation des pressions inflationnistes est essentiellement attribuable au fléchissement de la contribution du sous-indice énergie.

Tableau 2 *Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro*

(variations annuelles en pourcentage)

	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001
			juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	jan.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	
IPCH global	1,1	2,3	2,3	2,3	2,8	2,7	2,9	2,6	2,4	2,6	2,6	2,9	3,4	3,0	2,8	2,7	2,5	2,4	
<i>dont:</i>																			
Biens	0,9	2,7	2,7	2,7	3,4	3,3	3,4	3,0	2,6	2,8	2,8	3,4	3,8	3,4	3,0	2,7	2,3	2,1	
<i>Alimentation</i>	0,6	1,4	1,6	2,0	2,1	2,0	2,2	2,4	2,7	3,1	3,9	4,4	5,3	5,4	5,4	5,1	5,2	5,2	
- Produits alimentaires non transformés	0,0	1,7	2,5	3,3	3,3	3,2	3,5	3,9	4,5	4,7	6,7	7,3	9,2	9,0	8,7	7,7	7,7	7,7	
- Produits alimentaires transformés	0,9	1,1	1,0	1,1	1,3	1,2	1,4	1,4	1,6	2,0	2,2	2,5	2,8	3,0	3,3	3,4	3,5	3,6	
<i>Produits manufacturés</i>	1,0	3,4	3,2	3,1	4,0	3,9	4,1	3,3	2,5	2,6	2,2	2,8	3,1	2,4	1,8	1,6	0,9	0,6	
- Produits manufacturés hors énergie	0,6	0,7	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6	
- Energie	2,4	13,3	13,4	11,9	15,6	14,6	15,2	11,3	7,8	8,2	5,6	7,8	8,6	5,5	2,9	2,1	-1,3	-2,7	
Services	1,5	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,8	2,2	2,2	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,8	
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,7	1,7	1,8	2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5	

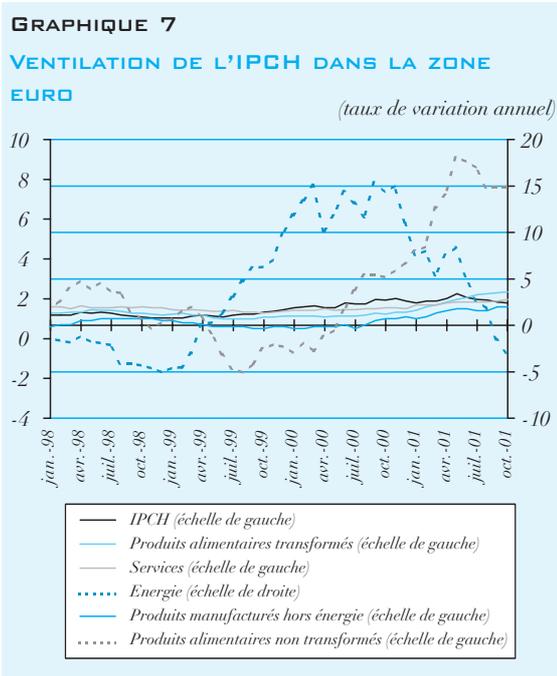
Source: Eurostat

En revanche, le taux de progression annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est progressivement passé de 1,7% en janvier 2001 à 2,5% en octobre 2001 traduisant ainsi les effets indirects sur les autres composantes de l'IPCH des hausses antérieures des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

Au début de l'année 2001, l'évolution annuelle du sous-indice énergie a été affectée par la volatilité des cours du pétrole libellés en euro, bien que sa tendance d'ensemble ait été baissière. C'est à partir du mois de juin 2001 que l'orientation à la baisse des taux de progression annuels des prix de l'énergie s'est prononcée, portant ainsi à respectivement 1,3% et 2,7% les reculs affichés en septembre et octobre 2001. A noter dans ce contexte que ces reculs constituent les premiers taux de variation annuels négatifs enregistrés pour le sous-indice en question depuis mars 1999.

Le taux de progression annuel des prix des produits alimentaires non transformés a été inscrit en hausse au cours des cinq premiers mois de l'exercice en cours pour atteindre ainsi des valeurs avoisinant 9%. Cette progression vigoureuse du sous-indice «produits alimentaires non transformés», qui s'explique essentiellement par les conséquences des épidémies d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) et de fièvre aphteuse, s'est légèrement atténuée pour se stabiliser en octobre 2001 au même niveau qu'en août et septembre 2001, à savoir à 7,7% en termes annuels.

Au sujet des autres composantes de l'IPCH, on note surtout que l'accélération du rythme de progression annuel des prix des produits alimentaires transformés s'est confirmée au cours des dix premiers mois de l'année 2001 pour atteindre ainsi 3,6% en octobre 2001. Les prix des produits manufacturés hors énergie ont également poursuivi leur mouvement à la hausse qui a débuté en septembre 2000, bien que leur progression sur un an reste modérée avec une hausse de 1,6% en glissement annuel en octobre 2001. Finalement, le profil d'évolution des prix des services au sein de la zone a été semblable. Le taux de progression annuel des prix des services est ainsi passé graduellement de 1,8% en décembre 2000 à 2,8% en octobre 2001.



Source: Eurostat

En ce qui concerne les mois à venir, on peut s'attendre à ce que l'atténuation des tensions inflationnistes liées aux prix des importations contribue à une modération persistante des pressions à la hausse sur le niveau général des prix. A noter que les tensions inflationnistes émanant du côté de la demande se sont davantage modérées. En outre, la poursuite anticipée de la modération salariale au niveau de la zone euro devrait affermir cette tendance. Dans ce contexte, on peut anticiper que l'inflation dans la zone euro continuera de baisser pour s'établir en début 2002 à un niveau compatible avec la stabilité des prix, telle que définie par le Conseil des Gouverneurs de la BCE.

1.1.5.2 Prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle ont baissé de 0,5% au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent. En termes de variation annuelle, la décline a continué, si bien que le taux est ainsi passé graduellement de son maximum de 6,1% au quatrième trimestre 2000 à respectivement 3,9% et 1,7% aux

deuxième et troisième trimestres 2001. Alors que la baisse du niveau des prix s'observe particulièrement dans les prix des biens intermédiaires et les prix de l'énergie, les prix des biens de consommation et des biens d'équipement ont encore connu un léger renchérissement. La tendance globale reste dès lors très favorable et les pressions inflationnistes émanant des prix à la production industrielle sur les prix à la consommation se sont pratiquement dissipées. Ceci est d'autant plus vrai que l'évolution favorable du prix du pétrole, qui a largement conditionné la modération des prix à la production industrielle, s'est poursuivie récemment.

Ainsi le baril de Brent, alors qu'il avait encore augmenté au deuxième trimestre, s'est à nouveau replié au troisième trimestre à son niveau de début d'année. Par la suite, les événements du 11 septembre ont eu un effet pervers sur les prix du pétrole en ce sens qu'ils ont accéléré le déclin en-dessous des 22 dollars/bl, la limite inférieure de la fourchette visée par l'OPEP. En effet, suite à l'incertitude politique et l'entrée en guerre des Etats-Unis, on aurait pu craindre une nouvelle flambée des prix, motivée par une éventuelle interruption de l'approvisionnement de l'or noir telle qu'on a par exemple pu l'observer lors de la guerre du Golfe en 1990-1991. Il n'en a pas été ainsi, et, mi-novembre le baril de Brent cotait en-dessous des 20 dollars, son niveau le plus bas depuis deux ans. La baisse des prix est en effet plutôt la résultante d'un tassement de la demande et ne s'explique guère par le côté de l'offre. La conjoncture morose persistante depuis le deuxième trimestre s'est probablement poursuivie au deuxième semestre. Vient s'ajouter une demande plus faible émanant des compagnies aériennes, qui, en raison précisément des événements du 11 septembre, ont vu leurs affaires particulièrement perturbées. L'Agence Internationale de l'Energie

a, début octobre, revu à la baisse la demande globale de pétrole et ne s'attend pas à une reprise immédiate. Dans la réunion du 14 novembre, l'OPEP, couvrant à peu près 40% des réserves mondiales, n'a de plus pas décidé de mesure immédiate, mais a conditionné une réduction supplémentaire de sa production à une baisse simultanée des pays non membres de l'OPEP. En raison de la contraction de la demande, il faudrait en effet une mesure importante sur l'offre afin d'entraîner le retour du prix dans la fourchette de 22 à 28 dollars. Mais, en l'absence de la coopération d'autres pays producteurs de pétrole, en particulier la Russie, ce scénario semble peu vraisemblable.

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

Les statistiques de la comptabilité nationale pour la zone euro concernant le troisième trimestre 2001 ne sont pas encore disponibles. Les estimations initiales d'Eurostat pour le deuxième trimestre ont été révisées. Selon ces chiffres, le PIB réel n'aurait que très faiblement augmenté entre le premier et le deuxième trimestre 2001 (+0,1%). Ceci représente un arrêt assez brutal de la croissance, vu la progression robuste de la production lors des trimestres précédents. La croissance recule à 1,7% en termes annuels au cours du deuxième trimestre (après 2,4% au premier trimestre). La demande domestique, qui a stagné au premier trimestre a de nouveau affiché une croissance positive au deuxième trimestre. Cependant, les dépenses de consommation (privée et publique) ont décéléré, tandis que l'investissement a affiché un taux de croissance négatif (-0,4%). L'accélération de la demande interne n'est imputable qu'à la diminution des stocks (contribution à la croissance du PIB: -0,6%) à laquelle procédaient les entreprises lors du premier trimestre. Entre avril et juin, ceux-ci ont de nouveau augmenté, bien que modestement.

Tableau 3 Croissance réelle (en %) du PIB de la zone euro et de ses composantes

	Variation trimestrielle						Variation annuelle							
	2000 T1	2000 T2	2000 T3	2000 T4	2001 T1	2001 T2	1999	2000	2000 T1	2000 T2	2000 T3	2000 T4	2001 T1	2001 T2
PIB	0,9	0,8	0,5	0,6	0,5	0,1	2,6	3,4	3,51	3,9	3,2	2,9	2,4	1,7
Demande domestique	0,8	0,9	0,2	0,5	0,0	0,3	3,2	2,8	2,77	3,5	2,8	2,3	1,6	1,0
Demande de consommation finale des ménages et des ISBLSM	0,6	0,8	0,1	0,2	0,8	0,4	3,2	2,6	2,6	3,3	2,5	1,9	2,0	1,6
Dépense de consommation finale des administrations publiques	0,9	0,3	0,1	0,7	0,6	0,2	2,1	1,9	1,98	2,2	1,6	1,6	1,7	1,5
FBCF	1,6	1,0	1,0	-0,3	0,1	-0,4	5,5	4,5	5,56	5,0	4,3	3,2	1,8	0,4
Variation des stocks	-0,2	0,2	-0,2	0,2	-0,6	0,2	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,4
Exportations de biens et services	2,9	2,7	3,1	2,6	0,2	-0,8	5,5	12,1	12,2	12,2	12,1	11,6	8,7	5,1
Importations de biens et services	2,6	3,0	2,4	2,3	-1,2	-0,2	7,2	10,8	10,3	11,3	11,2	10,5	6,6	3,2

* Contribution à la croissance du PIB, en points de pourcentage

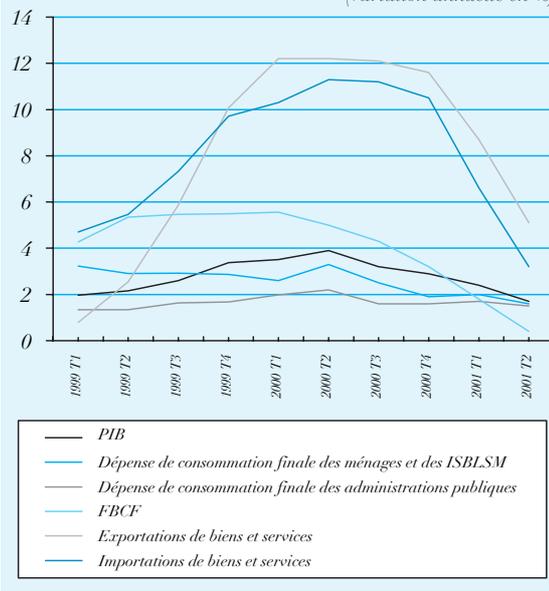
Source: Eurostat

On note un recul du commerce extérieur: les exportations des biens et services ont ainsi subi l'impact de la morosité de la conjoncture internationale comme celui de la faiblesse de la demande interne des Etats membres de la zone euro¹. Le recul des exportations (-0,8%), combiné à une faible diminution des importations (-0,2%) mène ainsi à un impact légèrement négatif du commerce extérieur sur la croissance du PIB.

GRAPHIQUE 8

EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS

(variation annuelle en %)

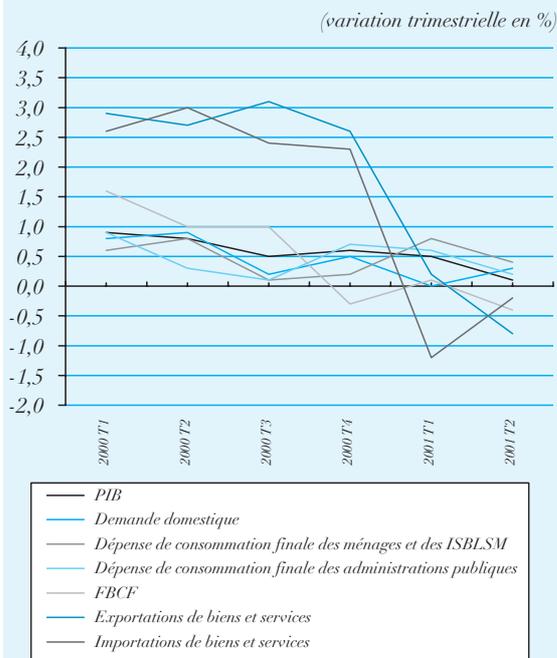


Source: Eurostat

¹ Les statistiques des exportations et des importations comprennent également le commerce entre les pays membres de la zone euro.

GRAPHIQUE 9

EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS



Source: Eurostat

En comparaison avec les Etats-Unis, la zone euro affiche de meilleurs résultats à partir du troisième trimestre de l'année 2000 (+0,5% pour le PIB en Europe contre 0,3% aux Etats-Unis). Ce n'est qu'au deuxième trimestre 2001 que la croissance dans les deux économies retrouve la même vitesse, à savoir la quasi-stagnation (+0,1%). De même, le chômage outre-Atlantique a grimpé entre mai 2001 et le mois de septembre de 4,4% à 4,9% (et même à 5,4% en octobre), tandis qu'en Europe le chômage a encore

très légèrement diminué pendant cette période, mais en partant d'un niveau bien plus élevé. Au moins jusqu'à ce moment-là, l'économie européenne aurait donc visiblement mieux résisté au pessimisme croissant.

L'essoufflement économique au sein de la zone euro s'est pourtant probablement poursuivi au troisième trimestre de l'année 2001. Les enquêtes statistiques dans l'industrie pour les mois de juillet et août font état d'un affaiblissement continu de la conjoncture et, pour le mois de septembre, les répercussions directes et indirectes des attaques terroristes aux Etats-Unis n'ont vraisemblablement fait qu'accélérer la baisse de régime, laissant dès lors présager une détérioration ininterrompue de l'activité économique pour le quatrième trimestre 2001. La situation est d'autant plus préoccupante que la stagnation, ou éventuellement une récession, aux Etats-Unis devrait exercer un impact non négligeable sur l'économie de la zone euro.

La production industrielle, ajustée pour les variations saisonnières, a baissé de 1,3% en juillet pour rebondir de 1,1% en août. Ces taux ont suivi la chute de 0,8% de la production industrielle au deuxième trimestre. De même, le degré d'utilisation des capacités a fléchi de nouveau au troisième trimestre de sorte qu'il se situe désormais en-dessous de sa moyenne de long terme. A ce déclin effectif est venu s'ajouter l'effritement de la confiance des chefs d'entreprises au mois d'octobre. L'indicateur de confiance dans l'industrie de la zone euro, tel que calculé par la Commission européenne, a sévèrement baissé en octobre, en raison principalement des anticipations de production moins optimistes. Alors qu'il s'inscrivait en baisse depuis fin 2000, la chute en octobre a été particulièrement sévère. Il est vrai que l'industrie, de part ses activités d'exportation, souffrira probablement le plus de l'affaiblissement de la conjoncture outre-Atlantique où l'on a en effet pu observer une baisse de 0,1% du PIB au troisième trimestre; et où les attaques terroristes du 11 septembre ont probablement propulsé l'économie en récession (deux trimestres de croissance négative) en fin d'année. Mais cette dégradation de confiance ne s'est pas uniquement limitée aux secteurs exposés à la concurrence internationale. Les enquêtes de conjoncture dans les secteurs domestiques tels que la construction, le commerce de détail et les services ont également enregistré des baisses importantes se traduisant dès lors dans une baisse de l'indicateur composite de confiance de la Commission Européenne et laissant par conséquent sous-entendre un malaise plus général de

l'économie de la zone euro. Les prévisions macro-économiques récentes en ont également tenu compte. Ainsi, la Commission Européenne a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour la zone euro, qui passe de 1,6% en 2001 (contre 2,8% lors des prévisions de printemps) à 1,3% en 2002 (contre 2,9% lors des prévisions de printemps). Compte tenu de l'incertitude élevée, le ralentissement conjoncturel risque donc de se prolonger au-delà du quatrième trimestre de l'année courante.

L'emploi au sein de la zone euro a aussi décéléré au deuxième trimestre 2001. La progression trimestrielle qui se limite à 0,2% ne correspond qu'à la moitié de la valeur observée dans la période précédente. A noter qu'il s'agit de la progression la plus faible enregistrée depuis début 1997. La création d'emplois nouveaux dans le secteur des services a perdu beaucoup de son dynamisme qui pourtant avait été remarquable jusqu'à la fin de 2000. L'évolution moins favorable de la consommation privée semble avoir influé sur l'emploi surtout du secteur du commerce, qui a pratiquement stagné au deuxième trimestre. L'emploi dans l'industrie (construction exclue) affiche même un recul de 0,2%. Vu le fait que l'emploi a tendance à suivre l'évolution de la production avec un certain retard seulement, il faut s'attendre à une évolution faible de la demande de travail aussi dans les mois à venir, ce qui est confirmé par les indicateurs de confiance y relatifs. Dans le même contexte, on note pour le mois de septembre un taux de chômage en stagnation (8,3%) et un nombre de chômeurs légèrement en hausse. Depuis 1997, le recul du chômage avait été une constante dans l'évolution économique dans la zone euro. Néanmoins, le recul du chômage ralentissait déjà à partir du troisième trimestre 2000. Vu les perspectives économiques peu favorables à court terme, on pourra s'attendre à un chômage en croissance dans les mois à venir.

1.1.7 Le commerce extérieur

Les commentaires qui suivent concernent les statistiques de la zone euro composée de 12 Etats membres y compris pour les années antérieures à l'entrée de la Grèce dans l'Union économique et monétaire. Les données du mois d'août 2001 sont provisoires et la proportion importante de non-alloué (par produit et par pays partenaire) au mois de juillet limite l'analyse par secteur et par partenaire jusqu'au mois de juin 2001.

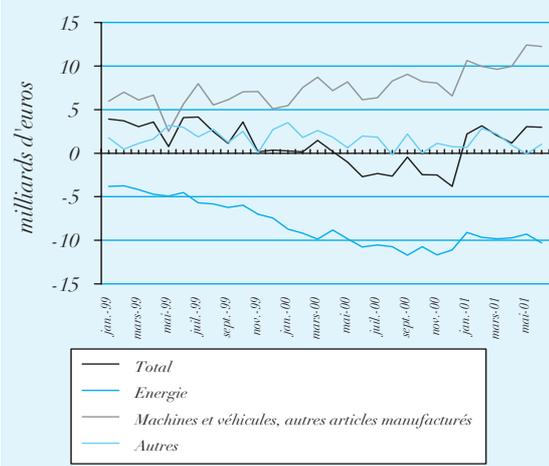
Depuis le début de l'année 2001, le commerce extérieur de la zone euro s'améliore. Pour le mois d'août

2001, l'excédent atteint 5,5 milliards d'euros en données corrigées des variations saisonnières (cvs) ce qui est le meilleur résultat mensuel de cette année.

En données brutes, les huit premiers mois de l'année 2001 font apparaître un excédent de 19 milliards d'euros, tandis que pour la même période de l'année 2000, le solde du commerce extérieur était déficitaire de 9 milliards d'euros.

GRAPHIQUE 10

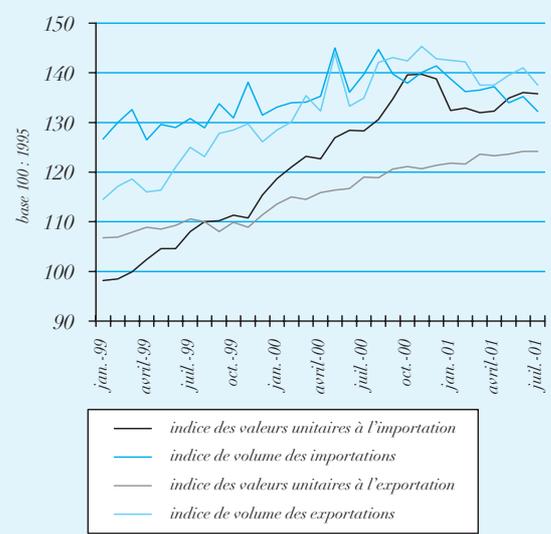
SOLDE CVS DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO-12 PAR PRODUIT



Source: Eurostat

GRAPHIQUE 11

INDICES DE VOLUME ET D'UNITÉ DE VALEUR



Source: Eurostat

Le déficit énergétique se réduit en données corrigées des variations saisonnières. Pour le premier semestre 2001, il atteint 57,9 milliards d'euros contre 66,9 milliards d'euros au deuxième semestre 2000. Cette amélioration résulte de la diminution des importations de 11% en données cvs.

L'excédent des machines et véhicules et autres articles manufacturés continue de progresser. Il atteint 65 milliards d'euros en données cvs au premier semestre 2001 en augmentation de 39% par rapport au deuxième semestre 2000. Ce résultat provient du commerce des machines et véhicules qui enregistre une augmentation des exportations de 2,6% et une diminution de 4,8% des importations.

Depuis le début de l'année 2001, le retournement de tendance en volume est confirmé: les volumes des échanges commerciaux ont diminué. Par contre, la baisse de l'indice de valeur unitaire à l'importation constatée en début d'année 2001 en raison principalement de la baisse du prix du pétrole ne se poursuit pas. L'évolution de cet indice reste très liée à l'évolution des taux de change de l'euro et à celle du prix du pétrole.

Entre le deuxième semestre 2000 et le premier semestre 2001, les excédents commerciaux (en données cvs) de la zone euro vis-à-vis de la Suisse et des pays candidats à l'entrée dans l'Union européenne se sont détériorés. Par contre, les soldes vis-à-vis des Etats-Unis, du Japon, du Royaume-Uni, du Danemark, de la Norvège, de la Russie, de la Chine, des pays membres de l'OPEP et des pays membres de l'Association des Nations d'Asie du Sud-Est se sont significativement améliorés. Ces progrès sont la conséquence d'une diminution des importations combinée avec des stagnations ou augmentations des exportations. Les stagnations des exportations sont enregistrées vis-à-vis des Etats-Unis, du Japon et du Royaume-Uni.

1.1.8 La balance des paiements

Des révisions significatives ont été effectuées à partir de l'année 1999. Pour le compte courant, elles concernent principalement les biens et les revenus. L'excédent des échanges de biens a été révisé à la baisse tandis que le déficit des revenus s'est aggravé. Par conséquent, ces révisions ont augmenté le déficit du compte des transactions courantes de 13 milliards d'euros en 1999, 25 milliards en 2000 et 14 milliards pour le premier semestre 2001.

Pour le compte financier, la révision déterminante concerne les investissements directs dont les sorties nettes ont été diminuées de 45 milliards d'euros essentiellement en raison de l'obtention d'informations supplémentaires concernant une restructuration industrielle.

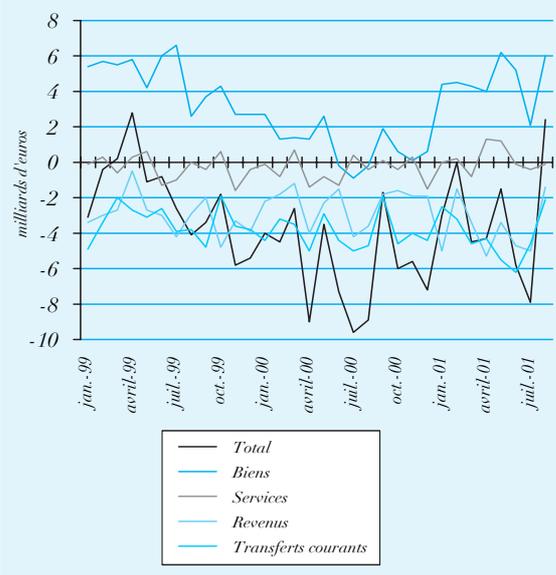
- Le compte des transactions courantes

Sur les huit premiers mois de 2001, le déficit du compte courant atteint 21,7 milliards d'euros en comparaison à un déficit de 45,6 milliards d'euros pour la même période de l'année 2000. Cette amélioration résulte principalement d'une forte augmentation de l'excédent des échanges de biens qui se chiffre à 35 milliards d'euros contre 7,8 milliards pour les huit premiers mois de 2000. De plus, le solde des services s'est embelli, le déficit constaté sur les huit premiers mois de l'année 2000 laissant place à un excédent de 2,9 milliards d'euros pour la même période de l'année 2001. Par contre, le déficit des revenus s'est accru de 10,8 milliards d'euros et atteint 32,5 milliards d'euros pour les huit premiers mois de l'année 2000.

En données corrigées des variations saisonnières, les transactions en valeur sur biens et services ont continué

d'augmenter jusqu'au mois d'avril 2001, une légère baisse s'est ensuite produite, suivie d'une stabilisation aux mois de juillet et août. Pour les biens, cette baisse est la conséquence d'une faible baisse des volumes qui dans le cas des importations a été accentuée par la baisse des prix à l'importation liée à la faiblesse de la demande extérieure.

GRAPHIQUE 12
SOLDE CVS DU COMPTE COURANT DE LA
ZONE EURO-12



Source: BCE

- Le compte de capital

L'excédent du compte de capital de la zone euro-12, qui comprend les transferts en capital (par exemple les transferts des migrants et les remises de dettes) et les transferts d'actifs non produits, a légèrement augmenté. Il s'élève à 7,5 milliards d'euros pour les huit premiers mois de l'année 2001 contre 7,1 milliards d'euros pour la période correspondante de l'année précédente.

- Le compte financier

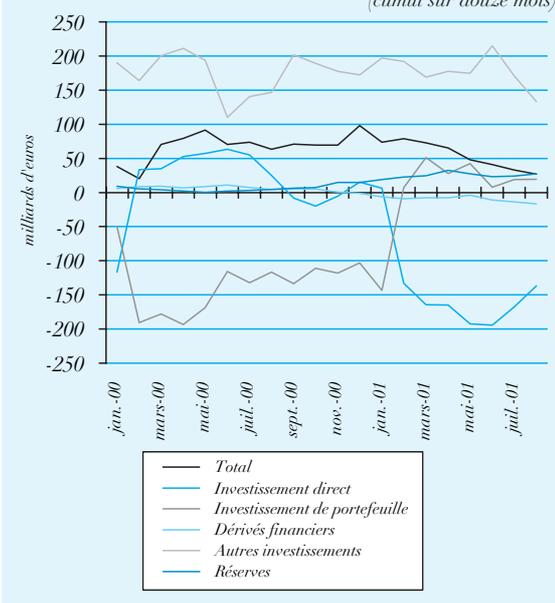
Pour le mois d'août 2001, les investissements directs ont enregistré des sorties nettes de 6 milliards d'euros

qui résultent de sorties nettes de 4,8 milliards sous forme de capital autre que le capital social, principalement des prêts intra-groupes. Les sorties nettes d'investissement direct en capital social (actions) représentaient 1,1 milliard d'euros.

Les investissements de portefeuille ont enregistré des entrées nettes de 17,8 milliards d'euros résultant d'entrées nettes sous forme d'action pour 12,5 milliards d'euros et d'entrées nettes en titres de créance de 5,1 milliards d'euros.

Les autres investissements, qui comprennent notamment les crédits commerciaux et les prêts et les dépôts, ont enregistré des sorties nettes de 12,6 milliards d'euros.

GRAPHIQUE 13
SOLDE DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE
EURO-12



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

Source: BCE

De juin à août 2001, des sorties nettes des autres investissements sont constatées, c'est la première fois que cela se produit sur trois mois consécutifs depuis janvier

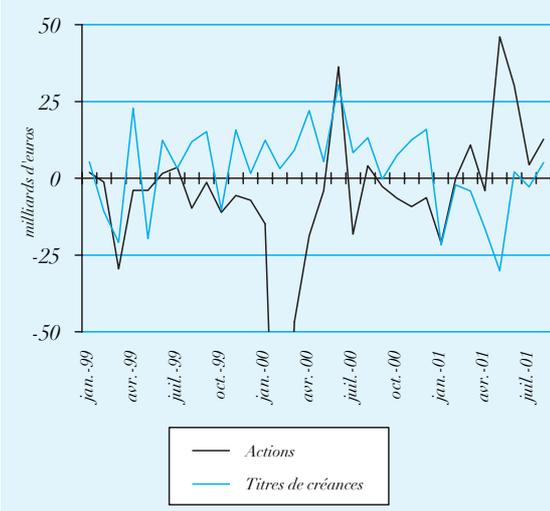
1999. Ces sorties nettes proviennent du secteur des Institutions financières monétaires en investissements à court terme.

Depuis le début de l'année 2001, la répartition des flux d'investissements de portefeuille entre actions et titres de créance s'est inversée. Les investissements de portefeuilles en actions enregistrent des entrées nettes pour les huit premiers mois de 2001 qui se chiffrent à 78,8 milliards d'euros contre des sorties nettes de 218,1 milliards pour la même période de l'année précédente. Ces importantes sorties nettes sont partiellement le fait d'une opération d'investissement direct étranger dans la zone euro début 2000 par échange d'actions.

Inversement, les investissements de portefeuille en titres de créances montrent des sorties nettes pour les huit premiers mois de 2001 qui s'élèvent à 70,2 milliards d'euros en comparaison avec des entrées nettes pour la même période de l'année précédente d'un montant de 104 milliards d'euros. Ces sorties nettes de titres de créances peuvent s'expliquer, en partie, par des anticipations de baisse des taux d'intérêt américains qui permettent des gains en capital aux détenteurs d'obligations américaines.

GRAPHIQUE 14

FLUX NETS D'INVESTISSEMENT DE PORTEFEUILLE DE LA ZONE EURO-12



Un flux négatif indique un flux sortant de la zone euro-12 et un solde positif un flux entrant. La valeur extrême du mois de février 2000 est la contrepartie d'un investissement direct très important de l'étranger dans la zone euro.

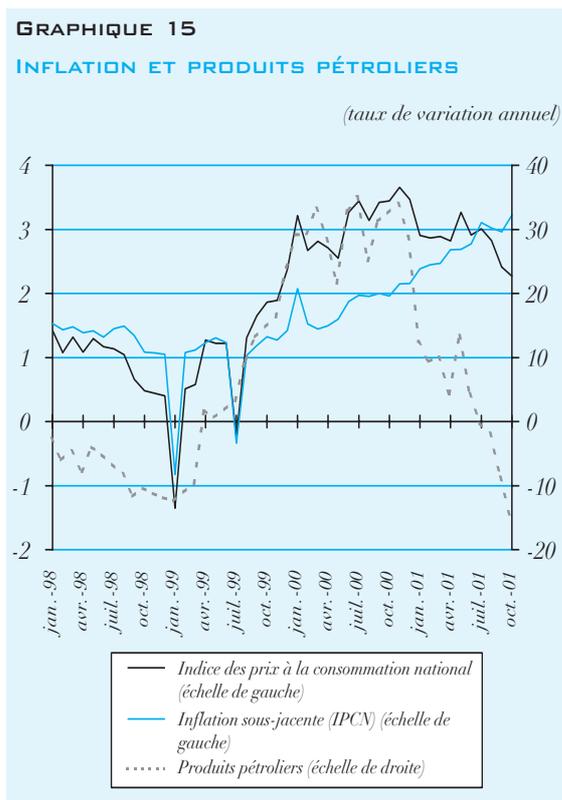
Source: BCE

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 L'évolution des prix et des coûts

1.2.1.1 Prix à la consommation

L'inflation au Luxembourg, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) s'est inscrite en baisse au début de l'année 2001, pour se stabiliser jusqu'au mois d'août 2001 à des valeurs avoisinant 3%, après avoir atteint encore 3,5% en décembre 2000. L'inflation a reculé davantage en septembre et octobre 2001. Les hausses annuelles des prix à la consommation relatives aux mois de septembre et octobre 2001 étaient ainsi de respectivement 2,4% et 2,3%.



Source: STATEC

Le ralentissement du rythme de progression des prix à la consommation depuis le début de l'année 2001 est surtout lié à l'évolution favorable des prix des produits pétroliers. En effet, le sous-indice des produits pétroliers a chuté de quelque 16,9% entre décembre 2000 et octobre 2001. A noter toutefois que les produits pétroliers ont été un facteur inflationniste en mars, mai et juin 2001 avec des taux de progression mensuels respectifs de 3,8%, de 5,4% et de 0,6%, tandis que l'incidence du sous-indice en question sur l'inflation était baissière pendant les autres mois de la période commentée dans le présent bulletin, tel que reflété par des taux de variation mensuels négatifs.

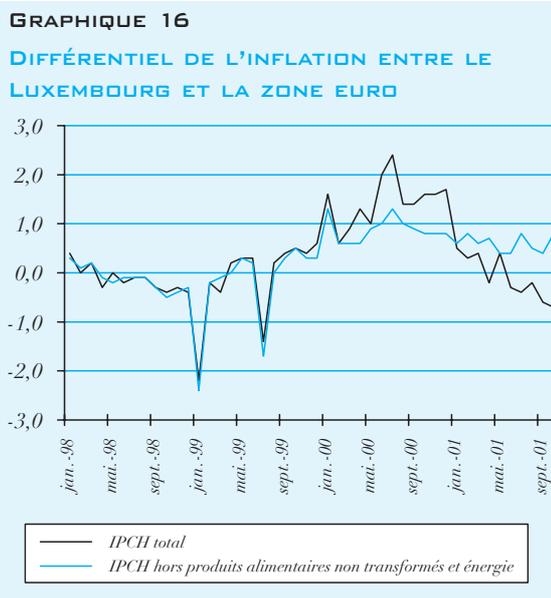
Contrairement à l'évolution de l'indice national global, l'inflation sous-jacente² a poursuivi sa hausse au cours des dix premiers mois de l'année 2001. L'inflation sous-jacente est ainsi passée progressivement de 2,2% en glissement annuel en décembre 2000 à 3,2% en octobre 2001. Cette montée de l'inflation sous-jacente s'explique essentiellement par la hausse des coûts salariaux (résultant aussi de l'indexation automatique des salaires d'avril 2001), les répercussions indirectes des hausses antérieures des cours du pétrole sur les prix des autres biens et services ainsi que par les incidences des récentes crises alimentaires.

Le sous-indice services a fortement augmenté au cours des dix premiers mois de l'année 2001. Le taux de variation sur un an du sous-indice en question est ainsi passé brutalement de 2,3% en décembre 2000 à 4,2% au 1^{er} octobre 2001. Cette flambée des prix des services est particulièrement prononcée en comparaison avec les taux annuels historiques. Ainsi, le taux de progression annuel observé en octobre 2001 n'a jamais été atteint dans la série IPCN malgré le fait que les observations remontent jusqu'à janvier 1995. Rappelons encore qu'après chaque hausse automatique des salaires au cours des six dernières années, on a observé une augmentation des prix des services (voir «L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique» dans le Rapport annuel BCL 2000).

La progression annuelle des prix des «produits alimentaires et boissons non alcoolisées», en augmentation de 3,9% en janvier 2001 à 5,4% en octobre 2001, s'explique, entre autres, par les retombées des crises alimentaires.

² La STATEC établit la série en question en excluant de l'indice global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao et 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.

Nous nous félicitons de la comparaison internationale du rythme de hausse de l'IPCH³ global qui révèle que le différentiel d'inflation par rapport à la zone euro a changé de tendance pour tourner en faveur du Luxembourg au cours des derniers mois⁴. Par contre, le différentiel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie demeure en défaveur du Luxembourg au cours des dix premiers mois de l'année 2001.



Prévisions d'inflation

La modération des prix à la consommation devrait se poursuivre au cours des prochains mois. En effet, plusieurs facteurs devraient soutenir ce point de vue. D'abord, les éléments qui ont poussé à la hausse les prix à la consommation au début de l'année devraient se dissiper. Les prix des biens alimentaires non traités, en particulier les prix de la viande, devraient se stabiliser ou même s'abaisser avec l'éclipse de la crise de la sécurité alimentaire. Les prix de l'énergie, dont la baisse récente a déjà exercé un impact négatif et considérable sur l'inflation au cours des derniers mois, devraient se stabiliser, voire diminuer davantage avec la décreue du prix du pétrole. Etant donné les hausses importantes qui ont encore été relevées fin 2000 et début 2001, les prix de l'énergie, en raison de ces effets de base, devraient dès lors contribuer négativement à l'inflation globale tout au long de l'année prochaine. Une deuxième source de modération inflationniste serait le ralentissement conjoncturel en Europe, qui, via une baisse de l'inflation dans les pays voisins, ralentirait également l'inflation importée du Luxembourg. Cet effet devrait se faire remarquer particulièrement sur les biens industriels non énergétiques. En revanche, les taux d'inflation élevés observés sur les prix des services, dus partiellement à la hausse des salaires, et donc aussi l'indexation automatique des salaires, devraient persister pendant quelques mois sans toutefois s'accélérer au-delà des taux observés fin 2001.

3 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.

4 Cette diminution du différentiel de l'IPCH global avec la zone euro s'explique en grande partie, mais pas exclusivement, par une plus forte sensibilité au Luxembourg de l'IPCH global par rapport au prix du pétrole brut et ce pour plusieurs raisons. D'abord, le poids des produits énergétiques dans l'IPCH est plus fort au Luxembourg. Ensuite la sensibilité des prix des produits énergétiques destinés à la consommation par rapport aux cours mondiaux du pétrole est également plus forte au Luxembourg en raison d'une taxation fixe plus faible.

Globalement, l'IPCN et l'IPCH devraient continuer à ralentir au cours des prochains mois de sorte à tomber, respectivement rester en-dessous de la barre des 2%. Par contre, l'inflation excluant les biens volatils, c'est-à-dire l'énergie et les biens alimentaires non traités, devrait se stabiliser à un niveau relativement élevé avant de baisser vers le deuxième trimestre de l'année prochaine.

Compte tenu de ces prévisions, influencées largement par la décre des prix du pétrole, l'indexation automatique des salaires ne devrait se faire qu'au troisième trimestre 2002, un report d'un trimestre par rapport à nos prévisions précédentes, mais un décalage qui s'explique par une évolution anticipée plus favorable du prix du pétrole. En effet, ce dernier est supposé, en accord avec les prix observés début novembre sur les marchés des contrats à terme, se stabiliser légèrement au-dessus de 20,5 dollars/bl pour l'année 2002⁵. Evidemment, comme ce prix anticipé se situe en dehors de la fourchette des 22 à 28 dollars/bl visée par l'OPEP, les prix du pétrole demeurent un facteur d'incertitude.

1.2.1.2 Prix à la production industrielle et construction

Marqués par la décre des prix du pétrole, les prix à la production industrielle se sont stabilisés au cours des derniers mois. Le niveau des prix a rebondi de 0,1% au troisième trimestre contre une baisse de 0,2% au trimestre précédent. En termes d'évolution annuelle, l'augmentation ne se chiffre plus qu'à 0,4%, et on a même relevé une variation annuelle négative en août – la première depuis fin 1999. D'une part, cette stabilisation des prix signale que la hausse soudaine des prix,

entamée début 1999 suite à la flambée des cours du pétrole, semble s'estomper. La baisse récente de cette matière première devrait donc entraîner des baisses supplémentaires des prix des produits industriels au cours des prochains mois. Mais d'autre part, il se peut également que les entreprises, en quête de vendre leurs produits dans un environnement conjoncturel de plus en plus difficile, aient adopté un comportement en matière de prix plus agressif, ou disposent tout au moins d'une marge de manœuvre plus réduite pour les augmenter.

Tableau 4 Indicateurs de prix à la production (en taux de variation annuel)

	1999	2000	2000-T4	2001-T1	2001-T2	2001-T3	juil.-01	août-01	sept.-01
Ensemble des produits industriels	-4,8	4,8	5,1	4,6	1,3	0,4	0,6	-0,4	0,9
Biens intermédiaires	-6,9	5,5	6,0	4,8	0,6	-0,4	-0,3	-1,4	0,5
Biens d'équipement	-0,3	3,3	3,0	2,6	1,0	1,4	1,2	1,4	1,5
Biens de consommation	1,5	3,2	2,8	4,9	4,5	2,9	3,9	2,7	2,2
Prix du pétrole en euros	42,5	81,3	50,0	5,7	10,2	-14,0	-3,6	-13,8	-22,6
Prix à la construction	2,1	3,1	3,5	4,2	4,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Source: STATEC

En ce qui concerne les différents types de biens, on observe que les prix des biens intermédiaires accusent les plus fortes répercussions de la baisse du prix du pétrole et de la conjoncture morose. Ainsi, au troisième trimestre, leur niveau des prix était inférieur à celui

observé au cours de la même période l'année précédente. Pour les biens de consommation, on recense également une stabilisation des prix au cours des derniers mois tandis que les prix des biens d'équipement ont mieux résisté et ont continué à augmenter.

⁵ L'hypothèse sur le taux de change euro/dollar est un taux constant à 0,88 \$/€.

1.2.2 Industrie

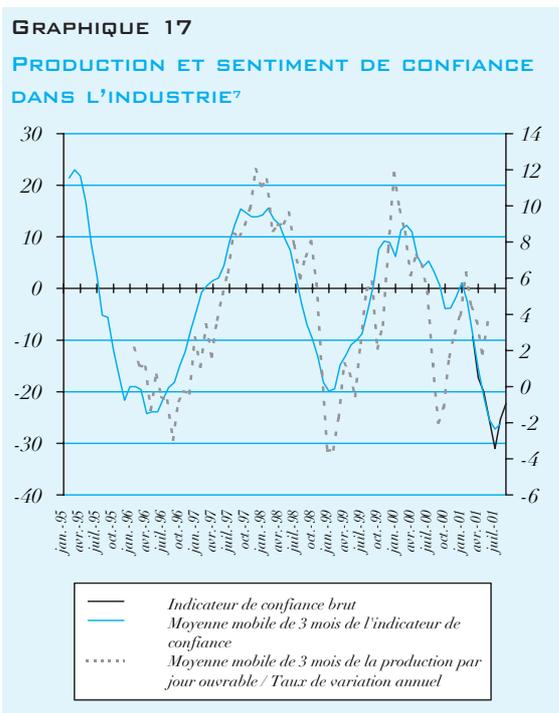
Le ralentissement conjoncturel qu'on a pu observer dans les pays voisins, et dans la zone euro en général, n'a pas épargné le Luxembourg. L'industrie luxembourgeoise a par conséquent connu une activité au ralenti en raison d'une demande internationale, et en particulier européenne, plus faible. Sa production, corrigée des variations saisonnières⁶, a régressé de 2,7% en juillet pour rebondir de 4,9% en août, contre une baisse de 2,7% au deuxième trimestre. L'évolution au troisième trimestre reste néanmoins relativement favorable en comparaison avec les tendances constatées dans la zone euro.

Les enquêtes de conjoncture révèlent notamment une divergence entre le Luxembourg et la zone euro en ce sens que les chefs d'entreprises au Luxembourg sont, en dépit des événements du 11 septembre, devenus moins pessimistes que lors des mois précédents. Rappelons l'effritement important de la confiance qui a été constaté en octobre dans la zone euro et dans les pays voisins. L'indicateur de confiance au Luxembourg, après avoir baissé lors de la première moitié de l'année, a en effet rebondi en septembre et ceci pour le deuxième mois consécutif.⁸ Par contre, les enquêtes trimestrielles, plus pessimistes, ont aussi témoigné du ralentissement conjoncturel. Le taux d'utilisation des

Tableau 5 *Production par jour ouvrable dans l'industrie* (en taux de variation annuel)

	1998	1999	2000	T4-00	T1-01	T2-01	juin-01	juil.-01	août-01
Industrie – Total	8,1	1,5	5,1	1,7	6,4	1,9	7,1	1,2	-3,1
Energie	3,9	-2,2	7,2	2,5	-0,1	-4,7	14,6	-2,4	-9,1
Biens d'équipement	15,4	1,4	-5,7	12,0	13,6	2,4	9,8	2,0	33,2
Biens intermédiaires	2,3	4,4	17,0	9,5	5,0	1,0	5,1	0,4	-8,8
Biens de consommation non durables	14,5	-3,6	-12,9	-15,9	-11,7	7,2	9,9	6,3	2,3

Source: STATEC



Source: STATEC, calcul BCL

capacités de production, alors qu'il s'était maintenu à son niveau maximum pendant trois trimestres consécutifs, a baissé de 1% à 88% au troisième trimestre. De même, la production assurée a légèrement diminué et une insuffisance de la demande a de plus en plus gêné l'activité de production.

Se pose alors la question comment réconcilier cette situation des enquêtes de conjoncture mensuelles encore relativement optimistes avec les tendances observées sur le marché de l'emploi, c'est-à-dire une hausse du chômage partiel et une croissance de l'emploi salarié moins dynamique. Une analyse plus détaillée des enquêtes de conjoncture révèle que le revirement des perceptions des chefs d'entreprises se situe essentiellement au niveau de la branche de la métallurgie – d'un pessimisme extrême, les chefs d'entreprises ont adopté une opinion plus neutre au cours du mois de septembre. Outre le chômage partiel particulièrement important dans cette branche, il semble dès lors peu vraisemblable que la situation conjoncturelle se soit améliorée après les événements du 11 septembre. Compte tenu de la dégradation économique

6 Les données désaisonnalisées sont fournies par Eurostat.

7 Echelle de droite pour la production, échelle de gauche pour les indicateurs de confiance.

8 Pour cerner les impacts des événements du 11 septembre sur le sentiment de confiance des entreprises, il convient, pour des raisons d'organisations des enquêtes de conjoncture, de comparer les résultats au Luxembourg du mois de septembre avec les résultats du mois d'octobre dans la zone euro.

attendue dans les pays voisins, il est dès lors aussi peu probable que l'industrie, bien que sa structure puisse diverger de celle dans d'autres pays, pourrait à l'avenir connaître une évolution plus favorable au Luxembourg que dans le reste de la zone euro.

1.2.3 Construction

Le secteur de la construction, contrairement à l'industrie, reste plus à l'abri du ralentissement économique dans les pays voisins et des répercussions directes des attaques terroristes aux Etats-Unis. Aussi, les tendances observées dans le secteur d'avant ces événements tragiques n'ont pas fondamentalement changé au cours des derniers mois. Le secteur devrait à nouveau avoir connu un accroissement au cours du troisième trimestre. En effet, aussi bien le chiffre d'affaires que la production par jour ouvrable s'affichent en hausse en juillet et août. Il n'y a aussi guère de changements à signaler en ce qui concerne l'évolution dans les différentes branches. Alors que le génie civil souffre d'une demande de l'Etat en recul par rapport à l'année précédente, le bâtiment affiche de belles progressions en raison principalement de la conjoncture récente très favorable, c'est-à-dire une hausse importante de l'emploi qui a suscité la demande pour les immeubles résidentiels.

Quant à l'avenir, les statistiques des autorisations de bâtir révèlent une baisse des demandes accordées par les communes au cours des neuf premiers mois de l'année. Aussi bien le nombre que le volume bâti pour les maisons individuelles et les maisons à appartements ont diminué par rapport à l'année précédente. Cette baisse devrait certes réduire la surchauffe du secteur, éventuellement via un ralentissement des prix à la construction, mais ne devrait guère résoudre le problème du manque de logements et la hausse importante des prix immobiliers qui a été observée au cours des derniers trimestres.

1.2.4 Commerce

Le commerce a connu une évolution favorable au cours du troisième trimestre, témoignant d'une consommation privée qui semble rester intacte. En effet, pour toutes les branches on a recensé des progressions; et, quant au commerce de détail, l'amélioration de sa situation, qui s'était déjà annoncée au premier trimestre, s'est à nouveau confirmée. Quant aux immatriculations de voitures, la hausse importante au troisième trimestre compense la faiblesse du trimestre précédent, et en somme, la variation pour l'année entière ne devrait en fin de compte qu'être marginale par rapport à l'année précédente.

Tableau 6 Production par jour ouvrable dans le secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	1998	1999	2000	T4-00	T1-01	T2-01	juin-01	juil.-01	août-01
Construction – Total	0,6	3,8	4,4	4,1	-3,6	3,0	13,9	4,4	12,9
Génie civil	1,1	11,3	3,2	-4,2	-16,1	-7,8	3,3	-4,3	3,1
Bâtiment	0,2	-3,0	5,6	13,1	9,4	14,6	25,0	13,6	23,9

Source: STATEC

Tableau 7 Chiffre d'affaires en valeur dans le commerce et immatriculations de voitures

(en taux de variation annuel)

	1998	1999	2000	T1-01	T2-01	T3-01	juil.-01	août-01	sept.-01
Commerce – Total	5,1	3,7	9,6	7,1	6,3	4,4	6,3	2,6	4,0
Commerce et réparation automobile	6,0	5,9	11,0	9,4	7,9	7,8	10,6	2,1	9,9
Commerce de gros	4,1	2,8	11,4	5,9	6,0	2,4	5,1	-0,2	2,0
Commerce de détail	7,3	4,2	3,6	8,5	5,4	7,0	5,4	11,5	4,7
Hôtels et restaurants	-1,0	4,9	3,4	2,6	2,1	3,6	4,1	5,8	1,0
Immatriculations de voitures	14,3	12,8	3,2	2,1	-6,0	8,6	16,1	11,1	-3,2

Source: STATEC

Impact des événements du 11 septembre

L'économie mondiale souffrait déjà bien avant les attaques terroristes d'un ralentissement généralisé, car aussi bien les Etats-Unis que le Japon et la zone euro faisaient simultanément face à un essoufflement de l'activité économique. Les prévisions du Fonds Monétaire International qui ont été publiées quelques jours après les attentats en attestaient ainsi. Les événements du 11 septembre n'ont alors qu'aggravé la situation, d'une part via des impacts directs (interruption de fonctionnement des marchés financiers, trafic aérien perturbé, chute importante des cours boursiers), mais d'autre part aussi via des impacts indirects, tel que l'accroissement de l'incertitude. Celle-ci résulte en partie de l'absence d'informations quant à la durée et la dimension de la réaction militaire et la possibilité de nouvelles attaques terroristes. Alors que cet aléa demeure relativement élevé, il est difficile de formuler des prévisions de la croissance économique pour la fin de l'année 2001 et pour 2002. Plusieurs éléments permettent néanmoins de dresser une évaluation qualitative de la situation à laquelle notre économie pourrait faire face.

Les impacts directs sur l'économie luxembourgeoise ont été relativement limités. Le secteur des assurances ne semble pas être touché directement via des demandes d'indemnités par des parents de victimes tués dans le *World Trade Center*. Le trafic aérien a été perturbé, mais aurait pu l'être davantage si l'Etat luxembourgeois n'avait pas couvert les risques des compagnies aériennes contre d'éventuelles attaques terroristes, des risques que les assurances privées n'ont plus voulu assurer dans l'immédiat des faits. Quant aux autres secteurs, le ralentissement qui a déjà pu être observé dans les mois précédents s'est probablement prolongé davantage, et, si une éventuelle reprise avait été en vue, son échéance a été reportée à une date ultérieure.

Alors qu'un effet temporaire sur l'économie luxembourgeoise semble inévitable, la durée du ralentissement économique et sa profondeur dépendront de la réaction des agents économiques au cours des prochains mois. De ce fait, la perception des agents quant à l'avenir proche s'avère un élément crucial. Dans l'immédiat, on a pu observer un ébranlement général de l'optimisme des chefs d'entreprises et des consommateurs dans la zone euro⁹, et, bien que des événements extraordinaires aient souvent tendance à occasionner une réaction exagérée dans les enquêtes de conjoncture, il s'agit de gérer ce climat d'incertitude qui a suscité le pessimisme des agents.

L'impact éventuel sur les entreprises est que le ralentissement aggravé couplé avec l'incertitude élevée pourrait provoquer un report des investissements dont la durée peut à son tour dépendre des événements politiques et de l'issue du conflit armé. Cet effet négatif nous semble relativement probable. En revanche, à court terme, il est difficilement observable puisque les données statistiques font défaut.

L'impact direct sur la consommation privée via une hausse temporaire du taux d'épargne nous semble peu réaliste. En effet, on n'a guère observé un changement de comportement des consommateurs luxembourgeois. Par contre, les impacts indirects, via la dégradation économique, la réduction des investissements et le ralentissement de l'emploi semblent plus réalistes. Un scénario pessimiste, où l'impact sur la consommation privée se superpose ou s'ajoute dans un deuxième temps à l'impact initial sur l'investissement, impliquerait dès lors un ralentissement conjoncturel plus prononcé. Les réductions fiscales accordées aux ménages pour 2000 et 2001 pourraient ainsi s'avérer cruciales afin de soutenir la consommation privée, qui est un élément important de la demande interne. Vu le timing des événements tragiques et vu les délais de mise en œuvre de décisions d'investissement, un tel scénario s'appliquerait aussi davantage au début de l'année 2002 qu'à la fin de l'année courante.

⁹ Au Luxembourg par contre, un léger regain de confiance dans l'industrie a été recensé dans les enquêtes de septembre 2001 (voir supra).

1.2.5 Comptes nationaux

La comptabilité nationale revêt un rôle primordial dans le cadre de la politique économique en général et de la politique monétaire en particulier. En effet, les économistes procèdent, entre autres, au moyen d'évolutions passées, qui sont statistiquement recensées, à une analyse des relations postulées entre des variables économiques. Les résultats de ces analyses constituent un des éléments de base pouvant influencer la prise de décision par les responsables de la politique économique. Dans la zone euro, par exemple, le taux de croissance potentiel du PIB réel fait partie de l'équation permettant de calculer le taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 compatible avec le but de la politique monétaire, à savoir la stabilité des prix (à moyen terme).

Par conséquent, la qualité des statistiques disponibles ainsi que le délai endéans lequel elles sont établies et mises à la disposition des décideurs politiques sont des éléments importants dans le processus de la prise de décision des politiques économique et monétaire. Ceci est surtout le cas en Europe depuis l'introduction de la politique monétaire unique. Cependant, la qualité des statistiques est souvent imparfaite, les délais sont parfois importants, et des révisions postérieures de données déjà publiées ne sont pas rares et parfois significatives. Ce phénomène est rencontré dans bon nombre de pays et de zones économiques.

Ainsi les statistiques relatives à la croissance de la productivité du travail aux Etats-Unis viennent d'être significativement révisées à la baisse: au lieu d'avoir progressé de 3,4% en moyenne pendant les années 1999 et 2000, le taux est actuellement estimé à 2,6%. De telles révisions sont de nature à changer la vue sur les évolutions passées et même actuelles et futures et provoquent dès lors auprès des responsables de la politique économique une prudence et une vigilance accrues lorsqu'ils ont recours aux statistiques.

Ainsi, la Banque centrale européenne a, dans son bulletin du mois d'août 2001, analysé l'étendue des révisions apportées par EUROSTAT aux données relatives aux comptes nationaux de la zone euro après la publication des premières estimations. Tandis que pour le PIB comme agrégat, les révisions sont limitées, celles détectées au niveau des composantes du PIB (consommation, investissement,...) sont plus fortes. La connaissance de la composition du PIB est pourtant jugée

cruciale pour bien évaluer les évolutions présente et future de la croissance et de l'inflation. L'Eurosystème a par conséquent pris l'initiative de proposer un ensemble d'améliorations concrètes qu'il juge nécessaires dans ce domaine. A l'instar de l'Eurosystème, le Conseil ECOFIN a également établi un «EMU Action Plan», dans le cadre duquel le Conseil ECOFIN a défini les domaines nécessitant encore des améliorations concrètes; ce plan fait l'objet d'un suivi régulier qui permet d'évaluer les progrès réalisés par les différents Etats membres. Le plan d'action prévoit, entre autres, un renforcement des ressources mises à la disposition des offices statistiques.

Bien que l'intérêt de la politique monétaire commune soit dirigé vers les statistiques agrégées pour la zone euro, il convient de garder à l'esprit que les agrégats de la zone euro sont établis par agrégation des données nationales. Par conséquent, les raisons des révisions des statistiques agrégées de la zone euro sont en général de nature nationale.

Le Luxembourg, comme d'autres Etats membres de la zone euro, n'échappe pas à ce phénomène. Ainsi les comptes nationaux ont récemment subi une révision s'étendant sur la période couverte par les chiffres établis selon la nouvelle méthodologie SEC95, à savoir les années 1995 à 2000. Tandis que la croissance moyenne du PIB réel n'a que peu changé pour la période entière, la croissance avant tout des exportations comme des importations a nettement été révisée à la hausse. De plus, pour certaines composantes du PIB, le profil de la croissance a changé. Pour le PIB lui-même, on constate une révision à la hausse de la croissance pour les années 1996 à 1998, suivie, par une révision dans le sens opposé pour 1999 et 2000, ce qui, à la fin, mène à la croissance moyenne presque inchangée déjà mentionnée.

Les chiffres révisés de la comptabilité nationale sont présentés dans la partie statistique de ce bulletin.

1.2.6 Marché du travail

- Emploi

L'emploi salarié a bien résisté au ralentissement de l'activité économique, au moins jusqu'au mois de juin. Même s'il est vrai que le pic de la croissance de l'emploi avait déjà été atteint en janvier 2001, il n'en reste pas moins vrai que jusqu'en juin 2001, la progression du nombre de salariés était identique à celle observée au cours de la même période de l'année précédente.

Jusqu'à ce moment-là, aussi bien l'évolution de l'emploi résident que des frontaliers aurait contribué à cette performance, et ce dans la proportion que l'on a déjà observée dans le passé: environ 67% des nouveaux emplois créés entre juin 2000 et juin 2001 ont été occupés par des frontaliers. La décélération de l'emploi au cours du troisième trimestre, sur laquelle tablent les estimations officielles, serait dans la plus grande partie due à une faiblesse de l'emploi des résidents puisque les frontaliers occuperaient près de 79% des emplois créés entre juin et septembre 2001. L'emploi national, de son côté, afficherait une décélération sensible. En septembre, il ne progresse plus qu'avec 2,3% (après 3,0% en janvier 2001 et 2,8% en septembre 2000). En même temps, le flux des frontaliers (+11,1% a encore accéléré par rapport à septembre 2000 (+10,6%) et n'a que peu ralenti par rapport à janvier (13,2%). Ainsi le poids relatif des non-résidents dans l'emploi total a atteint 35,7% après moins de 34% un an auparavant. D'après ces estimations, le 100 000^e travailleur non résident aurait alors franchi la frontière en septembre.

Bien que les chiffres relatifs à l'emploi total intérieur du troisième trimestre 2001 soient des estimations et qu'une désagrégation pour les différents secteurs ne soit pas disponible, le secteur bancaire fait exception à cet égard. Le rythme de progression de l'emploi observé dans ce secteur clé de l'économie affiche une décélération marquée en comparaison trimestrielle depuis le début de l'année 2001. Tandis qu'à la fin du mois de mars, l'emploi dans les établissements de crédit excédait encore de presque 2% le chiffre correspondant à la fin de l'an 2000, le taux de croissance trimestriel s'est réduit de moitié au cours de chacun des deux trimestres suivants: respectivement à +1,1% en juin et à +0,4% seulement en septembre 2001. De manière analogue, la progression annuelle de l'emploi dans les banques, qui s'élevait encore à quelque 10% en mars 2001, n'était plus que de 5,4% en septembre 2001.

Cette observation est en ligne avec l'attente d'un recul marqué de la progression de l'emploi total intérieur aux troisième et quatrième trimestres 2001. Vu l'affaiblissement de la conjoncture dans la zone euro – et au-delà –, renforcée par les effets directs et indirects des événements du 11 septembre ainsi que par les incertitudes en résultant, il semble que la fin de l'année courante sera une phase difficile pour le marché de l'emploi.

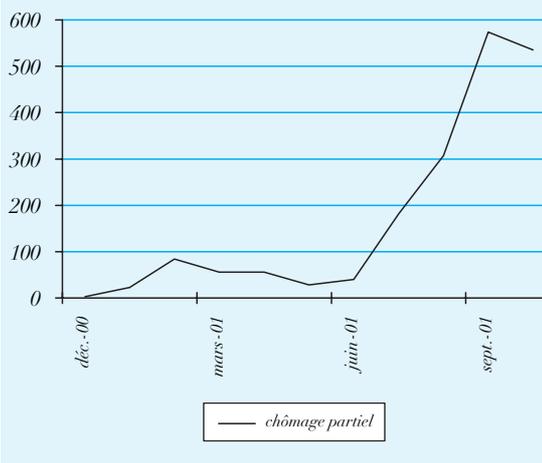
- Chômage

Le rythme de fléchissement du chômage s'est réduit à la suite de la détérioration de la conjoncture écono-

mique. Il peut sembler stupéfiant que, dans le contexte d'un recul marqué de la croissance, le taux de chômage n'augmente pas sensiblement, ceci surtout eu égard du fait que les responsables ressentent de plus en plus de difficultés à placer les personnes à la recherche d'un emploi. Ce phénomène s'explique par plusieurs facteurs.

Premièrement, cette stabilité du chômage officiel s'explique en partie par l'instrument du «chômage partiel». Au début de l'année, seulement 23 travailleurs étaient touchés par des demandes correspondantes émanant de leur employeur. Ce chiffre a dépassé 500 personnes au début du quatrième trimestre.

GRAPHIQUE 18
NOMBRE DE TRAVAILLEURS CONCERNÉS PAR
UNE DEMANDE POUR CHÔMAGE PARTIEL



Source: IGSS, calcul BCL

L'importance de l'accroissement du nombre de travailleurs concernés par les demandes de chômage partiel devient visible lorsque l'on se rend compte du fait que le chômage officiel s'élève à quelque 4 800 personnes. La proportion des demandes pour chômage partiel correspond donc – si on ne compte que les personnes, et non pas les équivalents «hommes-mois» – à plus de 10% du chômage officiel enregistré en septembre 2001, contre 0,4% au début de l'année.

Deuxièmement, même si le chômage officiel ou «strict» stagne depuis quelque temps, le chômage «large», via l'influence des mesures pour l'emploi, dépasse le taux de l'année précédente depuis le mois de juin 2001. En effet, plus de 2 100 personnes se trouvaient «en mesure» au mois de septembre 2001, ce qui revient à un plus de 21% par rapport à septembre 2000.

GRAPHIQUE 19

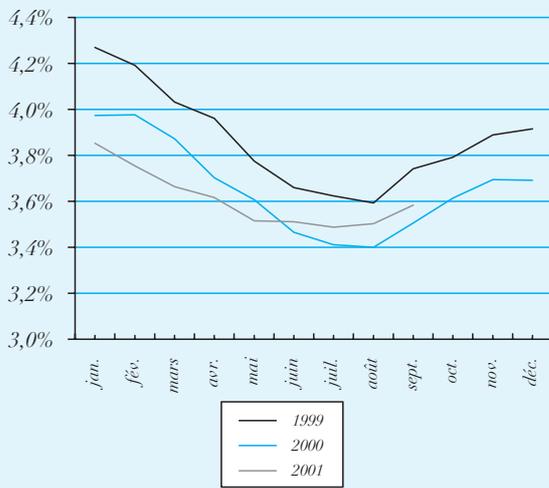
TAUX DE CHÔMAGE AU SENS « STRICT »



Source: STATEC, ADEM

GRAPHIQUE 20

TAUX DE CHÔMAGE AU SENS LARGE



Source: STATEC, ADEM

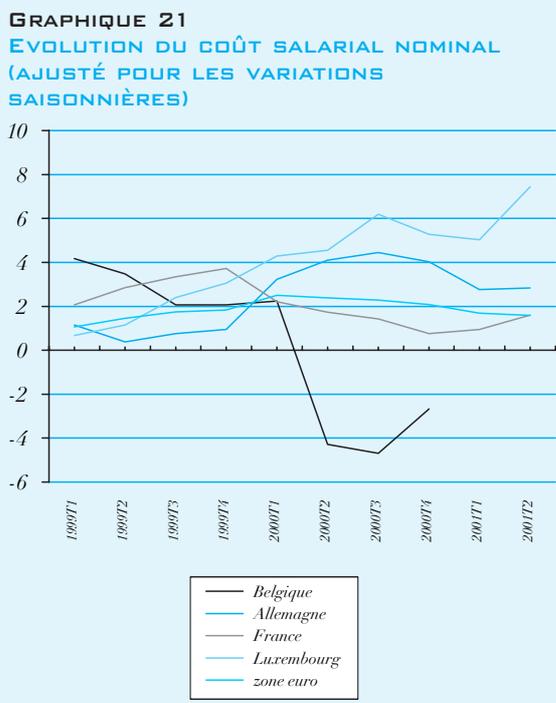
Le fait que cet été-ci, un recul du chômage – pourtant typique pour la saison – n’ait pas eu lieu et que, de plus, le mois de septembre n’ait pas été marqué par un fort accroissement du nombre de demandeurs d’emplois caractéristique pour ce mois, peut s’expliquer, du moins en partie, par deux raisons supplémentaires. D’une part, des licenciements importants par quelques entreprises individuelles ont contribué à la hausse des inscriptions nouvelles à l’ADEM. Ceci renforce l’effet du ralentissement économique sur le chômage. D’autre part, étant conscients de la détérioration relative de leur chance de trouver rapidement et facilement l’emploi désiré dans la situation conjoncturelle actuelle, une bonne partie des étudiants venant de finir leurs études et entamant la recherche d’un premier emploi, semble avoir procédé à une inscription auprès de l’ADEM déjà dès le début de l’été. Au cours des années précédentes, le mois de septembre était marqué par une forte augmentation du chômage des jeunes, qui se résorbait rapidement au cours de l’automne au fur et à mesure que les jeunes se faisaient engager. De ce fait, le taux de chômage du mois de septembre est plus près de la valeur correspondante en 2000 que ne l’étaient les valeurs des mois de juillet et d’août, ce qui ne doit donc pas être perçu comme le signe d’une détérioration de la situation.

- Coût du travail

Le ralentissement économique frappe le Luxembourg au moment où le coût de la main-d’œuvre est en forte progression. Suite surtout aux indexations automatiques fréquentes dans le passé récent, le coût salarial moyen augmentait de 6% en glissement annuel au mois de juin. L’augmentation moyenne du deuxième trimestre était même de 6,5% en glissement annuel. Ceci peut s’avérer particulièrement désavantageux pour les entreprises exportatrices souffrant d’un manque de marge de manœuvre dans la fixation de leurs prix de vente (notamment des entreprises du secteur industriel) et qui sont pour le moment confrontées à une faiblesse de la demande internationale.

En comparaison avec nos pays voisins ainsi qu’avec l’agrégat de la zone euro, et malgré la comparabilité imparfaite des statistiques, les coûts du travail imposés à l’économie nationale augmentent le plus rapidement. L’indice du coût de la main d’œuvre au Luxembourg augmente plus que deux fois plus vite que dans la zone euro (7,3% contre 2,7%) au deuxième trimestre.

Puisque les perspectives relatives à la stabilité des prix se sont nettement améliorées pendant les derniers mois, les indexations automatiques des salaires devraient se produire beaucoup moins fréquemment à l'avenir. Ceci contribuera bien sûr à une amélioration de la situation. Néanmoins il reste vrai que les entreprises continueront à subir le coût des augmentations passées des salaires. Dans le contexte actuel d'un ralentissement économique sensible combiné à une forte augmentation (automatique) des coûts de la production, les résultats des négociations salariales actuelles et futures deviennent particulièrement importants. Pouvant servir à modérer la violence du « choc », des augmentations salariales modérées pourront renforcer la compétitivité de l'économie nationale et favoriser la progression de l'emploi ainsi qu'une limitation du chômage. La deuxième tranche de la réforme fiscale en faveur des ménages, qui entrera en vigueur dès le mois de janvier 2002 et qui augmentera les revenus nets, devrait contribuer à la modération salariale.



1.2.7 Le secteur financier

1.2.7.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

Le phénomène de concentration, observé au cours de ces dernières années dans le secteur bancaire luxembourgeois, s'est poursuivi depuis le début de l'année 2001 tout en s'accroissant au cours des derniers mois.

Alors que le premier trimestre de l'année 2001 a été caractérisé par une diminution nette de 4 unités, la réduction du nombre des établissements de crédit a été moindre au cours des deux trimestres suivants, dans le courant desquels une réduction de trois unités a été relevée, ainsi que l'ouverture d'une nouvelle succursale. En ce qui concerne le dernier trimestre de l'année en cours, celui-ci a jusqu'ici été marqué par la diminution d'une unité supplémentaire, en l'occurrence la Dexia Direct Bank qui a fusionné avec Dexia-Banque Internationale à Luxembourg S.A., mais également par l'ouverture d'une nouvelle succursale par la Evli Bank Plc, Helsinki (Finlande).

Les développements mettent également au jour un fait intéressant, à savoir que les banques dites en ligne ne semblent pas connaître un véritable succès au Luxembourg. En effet, avec le retrait de Bank2C en septembre et de Dexia Direct Bank en octobre dernier disparaissent deux établissements qui s'étaient spécialisés sur le recours aux nouvelles technologies de communication.

Au 15 novembre 2001, le nombre des établissements de crédit établis au Luxembourg s'élève en conséquence à 196 unités.

1.2.7.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

La somme des bilans provisoire des institutions financières monétaires s'élève à 767 200 millions d'euros au 30 septembre 2001 contre 742 400 millions d'euros au 31 août 2001, ce qui représente une hausse de 3,34%. Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de septembre 2000 à septembre 2001, la somme des bilans est en progression de 6,54%.

1.2.7.3 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

Au 30 septembre 2001, la somme des bilans des établissements de crédit s'élève à 695 779 millions d'euros, contre 671 968 millions d'euros un mois plus tôt et 650 326 millions d'euros au 30 septembre 2000.

Par rapport au mois précédent, la somme des bilans a augmenté de 3,54%, alors que sur la période des douze derniers mois écoulés la somme des bilans affiche une progression de 6,99%. La progression de la somme des bilans au cours des douze derniers mois s'est réalisée de manière graduelle. Alors qu'un premier plancher a été atteint fin décembre 2000, la somme des bilans des établissements de crédit a évolué par «paliers», montrant notamment quelques signes de ralentissement en avril et en août 2001 et dépassant la barre des 700 000 millions d'euros au terme du mois de juin 2001. Ainsi, la progression de la somme des bilans a été la plus forte durant le premier trimestre (+4,12%), elle s'est poursuivie au cours du deuxième trimestre (+3,98%), pour ensuite se replier légèrement au cours du troisième trimestre (-0,78%).

La croissance des bilans des banques s'explique très généralement par l'augmentation de leur volume d'activité, en dépit des événements tragiques du 11 septembre dernier. En considérant les principales activités bilantaires des banques, à savoir les opérations interbancaires, les opérations avec la clientèle et les opérations sur titres, l'on peut constater que ces trois activités représentent ainsi environ 90% du total du bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois.

Les tableaux ci-dessous reprennent les principaux chiffres relatifs à ces différents postes du Bilan et leur évolution ¹⁰:

Tableau 8

<i>ACTIF</i>	<i>Montants</i> (en milliards de EUR)			<i>Variations</i> (en milliards de EUR et en pourcent)				<i>Poids relatif</i> 09/01
	09/01	12/00	09/00	09/01-09/00		09/01-12/00		
				en mrd de EUR	en %	en mrd de EUR	en %	
Créances interbancaires	323,3	311,6	310,7	+12,6	+4,1	+11,7	+3,8	46,5 %
Créances envers la clientèle	139,8	131,3	133,9	+5,9	+4,4	+8,5	+6,5	20,1 %
Effets et autres valeurs mobilières à revenu fixe	171,8	156,0	157,4	+14,4	+9,1	+15,8	+10,1	24,7 %
Autres actifs	38,4	28,9	26,8	+11,6	+43,3	+9,5	+32,9	5,5 %
Actions et participations	14,6	13,3	13,7	+0,9	+6,6	+1,3	+9,8	2,1 %
Caisse et avoirs à terme	7,9	6,7	7,7	+0,2	+2,6	+1,2	+17,9	1,1 %
TOTAL ACTIF	695,8	647,7	650,3	+45,5	+7,0	+48,1	+7,4	100 %

Source: BCL

Tableau 9

<i>PASSIF</i>	<i>Montants</i> (en milliards de EUR)			<i>Variations</i> (en milliards de EUR et en pourcent)				<i>Poids relatif</i> 09/01
	09/01	12/00	09/00	09/01-09/00		09/01-12/00		
				en mrd de EUR	en %	en mrd de EUR	en %	
Dettes interbancaires	322,6	290,3	299,5	+23,1	+7,7	+32,3	+11,1	46,4 %
Dépôts de la clientèle	219,4	226,9	226,0	-6,6	-2,9	-7,5	-3,3	31,5 %
Dettes représentées par un titre	69,3	59,4	56,9	+12,4	+21,8	+9,9	+16,7	10,0 %
Autres passifs	43,0	33,0	30,4	+12,6	+41,4	+10,0	+30,3	6,2 %
Capital et réserves, passifs subordonnés	28,9	26,0	25,7	+3,2	+12,5	+2,9	+11,2	4,2 %
Provisions et corrections de valeur	9,6	9,2	9,3	+0,3	+3,2	+0,4	+4,3	1,4 %
Résultats	3,0	3,0	2,5	+0,5	+20,0	-	-	0,4 %
TOTAL PASSIF	695,8	647,7	650,3	+45,5	+7,0	+48,1	+7,4	100 %

Source: BCL

¹⁰ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Les deux tableaux ci-dessus font apparaître que l'activité interbancaire représente donc toujours près de la moitié du bilan agrégé. Aussi bien l'actif que le passif du bilan agrégé reflètent, en termes absolus, une nette progression de cette activité depuis le début de l'année, qui, avec le bon développement des activités sur titres, expliquent en bonne partie l'augmentation du bilan en valeur absolue. En termes relatifs, le poids relatif des créances interbancaires indique un léger recul, passant d'une proportion de 48,3% au premier trimestre 2001 à 46,5% au troisième trimestre en cours.

Par ailleurs, il peut être noté au passage que les postes «Autres actifs» et «Autres passifs» font également état d'une notable augmentation, aussi bien en termes absolus qu'en termes relatifs.

Au niveau des opérations avec la clientèle, les créances sont en augmentation par rapport à la situation qui prévalait en début d'année, mais leur progression se fait à un rythme plus soutenu par rapport au trimestre précédent. En ce qui concerne les dépôts confiés par la clientèle, l'on constate que ceux-ci sont en diminution aussi bien par rapport à la situation du début d'année que par rapport à celle prévalant une année plus tôt.

Au niveau des créances sur la clientèle, on constate que la demande de crédits immobiliers destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg se maintient toujours à un niveau élevé, même si son évolution est en retrait au terme du troisième trimestre par rapport aux deux premiers trimestres de l'année 2001. Ainsi, le montant des crédits nouvellement accordés, après avoir atteint au cours du deuxième trimestre 2001 un «pic» avec un montant de 781 millions d'euros, soit 107 millions de plus qu'au cours du premier trimestre 2001, est redescendu au troisième trimestre 2001 à un niveau de 618 millions d'euros, ce qui représente une baisse de 20,9%. Il convient de noter qu'en moyenne les montants accordés au cours de l'année 2001 sont largement supérieurs aux crédits immobiliers qui étaient consentis en moyenne par trimestre sur la période 1992/2000 (environ 414 millions d'euros).

La part des crédits immobiliers nouvellement accordés au secteur résidentiel au cours du troisième trimestre 2001 s'élève à 430 millions d'euros (69,6% du total), soit 70 millions d'euros de moins par rapport au trimestre précédent (-14,0%); les crédits consentis au secteur non résidentiel sont également en diminution par rapport au trimestre précédent, tout en demeurant à un niveau élevé par rapport aux années antérieures:

leur montant s'élève à 131 millions d'euros, contre 151 millions au deuxième trimestre (-13,2%). Quant aux crédits aux non-résidents, leur montant a fortement chuté au cours du deuxième et du troisième trimestre 2001. Ils ne représentent plus que 8 millions d'euros au troisième trimestre 2001, alors qu'ils s'élevaient encore à 62 millions d'euros et à 10 millions d'euros au terme des deux trimestres précédents.

Dans ce même contexte, on notera que les baisses successives des taux directeurs de la BCE devraient à court/moyen terme contribuer à une baisse des taux applicables aux crédits immobiliers. Cet effet stimulateur par les taux d'intérêt, conjugué à la demande persistante pour des logements au Luxembourg devrait permettre le maintien à un niveau élevé des crédits destinés au financement de logements.

Le montant du portefeuille effets et autres valeurs mobilières à revenu fixe a considérablement progressé par rapport à son niveau relevé au troisième trimestre 2000; tout en continuant de progresser en valeur absolue, sa part relative dans le bilan fait état d'une légère augmentation tout au long des trois premiers trimestres de l'année 2001.

Au passif, il apparaît d'une part que les dépôts interbancaires ont subi une forte hausse au cours du troisième trimestre 2001, passant notamment de 290,3 milliards d'euros au dernier trimestre 2000 à 322,6 milliards d'euros au troisième trimestre 2001, ce qui correspond à une hausse de 11,1%. D'autre part, les dépôts confiés par la clientèle ont régressé, atteignant 219,4 milliards d'euros au troisième trimestre 2001 contre 226,9 milliards d'euros au dernier trimestre 2000, représentant ainsi une baisse de 3,3%. Néanmoins, en dépit de ce léger recul, l'on peut relever que ces dépôts se sont maintenus à un niveau élevé pendant toute la période s'étalant du troisième trimestre 2000 au troisième trimestre de l'année en cours.

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

Le secteur financier fait état au 30 septembre 2001 d'un effectif total de 27 895 emplois, représentant une hausse de 1 356 unités, soit 5,1%, par rapport au 31 décembre 2000, ce qui confirme sa bonne santé tout au long des trois premiers trimestres de 2001.

Comparé aux chiffres relatifs à l'emploi au Luxembourg, l'effectif dans le secteur financier représente une part de

9,9% de l'emploi intérieur total au troisième trimestre de l'année en cours, ce qui indique une certaine stabilité depuis décembre 2000. De plus, considéré sur la période de septembre 2001 par rapport à la même période de l'année précédente, l'effectif dans le secteur financier affiche un taux de croissance plus élevé (+8,2%) que celui de l'emploi intérieur total (+5,3%). Ceci porte à conclure que le secteur financier continue à être un des principaux moteurs du développement de l'emploi au Luxembourg et dans la Grande Région, même si le taux de croissance actuel n'affiche plus la même ampleur que p.ex. sur la période s'étalant entre le 31 mars 2001 et le 31 mars de l'année précédente, où il atteignait encore un niveau de 11,9%.

En dépit du phénomène de consolidation observé au sein du secteur des établissements de crédit, qui représente d'ailleurs la part la plus importante de l'effectif dans le secteur financier, celui-ci continue à dégager un taux de croissance confortable.

Au 30 septembre 2001, le secteur bancaire compte un effectif total de 23 818 emplois, en augmentation de 783 unités, soit 3,34%, par rapport à la situation au 31 décembre 2000, ce qui confirme sa bonne santé tout au long des trois premiers trimestres de l'année 2001. Par rapport au 30 septembre de l'année précédente, il représente une hausse de 1 225 unités ou encore 5,4%. Cela étant, il est à noter que l'ampleur de la croissance de l'emploi dans le secteur bancaire s'est progressivement estompée au cours des derniers trimestres sous revue.

Alors que l'effectif dans les établissements de crédit progressait de 429 emplois (+1,9%) au cours du premier trimestre 2001 par rapport au 31 décembre 2000, et de 210 emplois (+0,9%) au cours du deuxième trimestre 2001 par rapport au trimestre précédent, la progression ne s'élève plus qu'à 144 unités, ce qui revient à une hausse de 0,6% sur le troisième trimestre 2001.

En considérant les liquidations et fusions bancaires (le nombre d'établissements de crédit est passé de 206 unités au 30 septembre 2000 à 196 unités au 30 septembre 2001) intervenues au cours des douze mois écoulés, l'on constate que le rythme de croissance de l'emploi a tout de même été préservé dans le secteur bancaire, même si l'ampleur de la croissance n'atteint plus des niveaux aussi élevés.

Cette augmentation, plus mesurée, de l'effectif dans le secteur bancaire au cours de ces douze derniers mois

trouve vraisemblablement son origine principalement dans les récents développements sur les marchés financiers, dont les effets à la baisse ont été amplifiés suite aux événements tragiques du 11 septembre, ce qui a introduit un certain attentisme sur la place financière. De plus, le développement de l'e-banking ne semble plus connaître au Luxembourg l'essor qu'il a vécu au cours de ces douze derniers mois et cette activité se trouve de plus en plus intégrée dans des structures existantes au sein de groupes bancaires, ce qui a eu pour effet de limiter son expansion sur la place financière. En revanche, le développement des activités en relation avec les fonds d'investissements demeure important; les banques sont les administrations centrales des OPC luxembourgeois et assument le rôle de banque dépositaire des actifs des OPC luxembourgeois. Compte tenu du développement rapide du nombre des OPC luxembourgeois et du volume des actifs sous gestion, la mise à disposition de ces services requiert un besoin élevé en ressources humaines au niveau des banques luxembourgeoises.

Notons finalement également qu'au 30 septembre 2001, 32,5% de l'effectif des banques est de nationalité luxembourgeoise et 67,5% de nationalité étrangère. En chiffres absolus, l'effectif luxembourgeois dans les banques représente 7 744 personnes ce qui équivaut à une baisse de 66 unités (-0,8%) par rapport à fin septembre 2000. En ce qui concerne les personnes de nationalité étrangère, leur chiffre s'élève à 16 074 unités et représente une hausse de 1 291 unités (+8,7%) par rapport à fin septembre 2000. A relever que l'effectif masculin représente 53,8% de l'ensemble de la population travaillant dans le secteur bancaire contre 46,2% pour l'effectif féminin. Ces proportions sont restées stables par rapport au 30 septembre de l'année précédente.

En ce qui concerne la situation de l'emploi relatif aux autres professionnels du secteur financier (PSF), leur évolution demeure toujours aussi remarquable, renseignant un taux de croissance de 28,2% en glissement annuel considéré sur la période de septembre 2000 à septembre 2001.

Ainsi, l'effectif des PSF s'élève au 30 septembre à 4 077 unités, ce qui représente une hausse de 573 unités, soit 16,4%, par rapport au début de l'année. Si l'on compare cette évolution au nombre des établissements inscrits sur la liste officielle des PSF, l'on peut noter que sur l'ensemble des trois premiers trimestres de l'année 2001, le nombre des PSF s'est accru de 20 unités pour atteindre un total de 142 établissements.

Par rapport au trimestre précédent, la croissance de l'effectif s'élève à 174 unités, ce qui correspond à une hausse de 4,5%.

A relever que la part de la population masculine dans l'effectif du secteur des PSF s'élève à 51,7%, contre 48,3% pour la population féminine. Au 30 septembre de l'année précédente, cette proportion se situait à 52,9% pour la population masculine, contre 47,1% pour la population féminine, ce qui semble indiquer une légère tendance à la baisse de la part de la population masculine au sein du secteur des PSF.

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

La détérioration de la croissance économique ainsi que les turbulences survenues sur les marchés financiers à la suite des attentats terroristes ont laissé leurs traces dans les comptes de profits et pertes des banques luxembourgeoises.

Les établissements de crédit luxembourgeois, qui ont connu un début d'année difficile marqué par un recul du produit bancaire au premier trimestre 2001 par rapport à la même date de l'année précédente, faisaient état d'une nette amélioration de leurs résultats au terme du second trimestre de l'année en cours, laissant ainsi entrevoir un redressement de la situation vécue en début d'année.

Toutefois, les attentats terroristes de New York ont eu un impact négatif considérable sur les marchés boursiers et, partant, sur les interventions de la clientèle sur ces marchés, provoquant ainsi une diminution des résultats hors intérêts des banques. Ces attentats ainsi que la dégradation subséquente de la situation économique, qui devrait se manifester encore plus nettement au quatrième trimestre de l'année en cours, pourraient dès lors avoir un impact important sur les résultats de l'année 2001.

Alors que les chiffres du premier semestre laissaient entrevoir une croissance des résultats des banques, les premiers résultats des établissements de crédit au 30 septembre 2001 donnent une vue assez contrastée par rapport aux résultats affichés au 30 septembre de l'année précédente.

La marge sur intérêts, qui s'élève à 3 196 millions d'euros, affiche une progression importante de 16,1% par rapport au 30 septembre de l'année précédente. Les intérêts et dividendes perçus progressent de 4 525 millions d'euros, alors que les intérêts bonifiés

augmentent de 4 081 millions d'euros. Toutefois, on retiendra que le taux de croissance des intérêts et dividendes perçus (12,7%) dépasse le niveau de celui des intérêts bonifiés (12,4%) au 30 septembre 2001.

La progression de la marge sur intérêts s'explique notamment par deux facteurs: d'une part, le développement des activités bilantaires (la somme des bilans est en hausse de 7,0% entre les deux dates de référence) contribue à la progression des intérêts et dividendes perçus et bonifiés et, d'autre part, la tendance à la baisse des taux d'intérêts à court terme au cours des derniers mois a permis aux établissements de crédit de trouver des refinancements à des conditions plus avantageuses qu'au début de l'année en cours. Ainsi, l'évolution des taux d'intérêt a permis aux établissements de crédit de trouver des refinancements à court terme plus intéressants permettant de couvrir les actifs dont l'échéance se situe dans un terme plus long. De plus, l'expansion internationale poursuivie par les banques luxembourgeoises au cours des dernières années leur a permis de toucher des dividendes de leurs filiales et d'accroître ainsi les intérêts perçus et produits assimilés. Au vu de ces développements, la marge sur intérêts gagne en importance relative dans le résultat brut et représente désormais 52,9% du résultat brut (contre 46,5% un an auparavant).

Le résultat hors intérêts diminue de 317 millions d'euros (-10%) pour s'établir à 2 844 millions d'euros; il est essentiellement marqué par l'importance du résultat sur commissions qui, représentant près de trois quarts du résultat hors intérêts, diminue de -11,9% par rapport au 30 septembre 2000. Cette baisse a une double origine: d'une part, le solde sur commissions est fonction en particulier de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif, laquelle a subi de faibles baisses au cours des derniers mois; d'autre part, la clientèle privée intervient moins sur les marchés financiers qui ont été sujet à des turbulences et qui, à la suite des attentats de New York, ont montré une forte tendance à la baisse. Le solde net sur commissions perd dès lors quelque peu de son importance relative dans le résultat brut et ne représente plus que 34,6% de ce dernier (contre 40,1% une année plus tôt).

Notons également que, comme au cours de l'exercice précédent, certaines banques luxembourgeoises ont réalisé des plus-values importantes sur la cession de participations, ce qui explique l'importance continue du poste «Revenus divers».

Le résultat brut (ou produit bancaire) augmente légèrement avec 2,1% par rapport au 30 septembre 2000 et se situe à 6 040 millions d'euros contre 5 913 millions d'euros à la même date de l'année 2000.

Au niveau des frais, on constate une augmentation de 8,7% des frais de personnel et d'exploitation qui ne devrait pas surprendre si l'on prend en considération l'évolution de l'effectif dans le secteur financier. Dans ce contexte on notera que l'effectif dans les établissements de crédit s'élève à 23 818 unités au 30 septembre 2001, soit une progression de 1 225 unités ou 5,4%, par rapport au 30 septembre de l'année précédente. Cela étant, l'analyse de l'évolution des frais de personnel montre que leur taux de croissance annuel (9,4%) est largement inférieur à celui observé au 30 septembre de l'année précédente. Ce ralentissement des frais de personnel s'explique essentiellement par la volonté des établissements de crédit de contrôler l'évolution des frais et d'obtenir un ratio sain entre le développement des coûts et des revenus.

Compte tenu de ces évolutions, le résultat avant provisions ressort à 3 306 millions d'euros, contre 3 403 millions d'euros en septembre 2000, ce qui reflète une légère baisse de l'ordre de 2,9%.

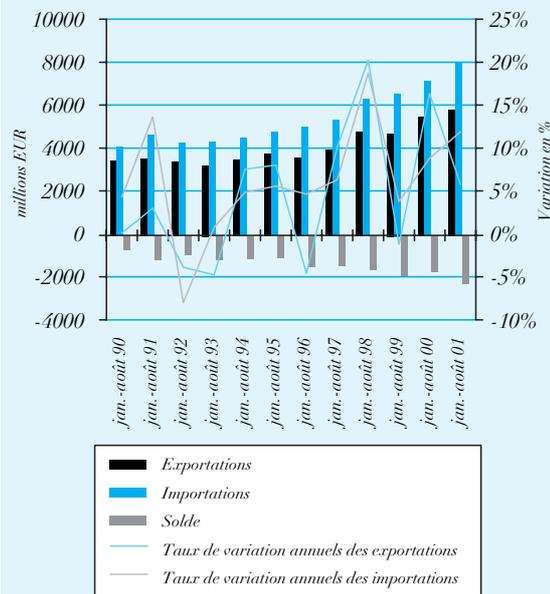
1.2.8 Le commerce extérieur

Sur la période couvrant les huit premiers mois de l'année en cours, le déficit commercial du Luxembourg s'est porté à 2 207 millions d'euros, soit 32% de plus que pour la même période de l'année précédente. Le déficit commercial du mois d'août 2001 a presque doublé par rapport à celui du même mois de l'année 2000.

De janvier à août 2001, la croissance des exportations atteint 5,8% par rapport à la même période en 2000. Le seul secteur qui a fortement contribué à cette hausse est celui des machines et des équipements, avec un taux de croissance de 22,5% sur la période sous analyse. L'expansion de ce secteur est intimement liée à la croissance des activités import-export. Les deux autres secteurs productifs importants, à savoir les autres articles manufacturés classés d'après la matière première et les articles manufacturés en métaux communs, ont progressé respectivement de 5,7% et de 1,1%. Cette croissance relativement faible des deux derniers secteurs s'explique par un ralentissement de la conjoncture dans l'industrie et notamment dans la sidérurgie. Les trois secteurs précités représentent plus de 70% de toutes les exportations luxembourgeoises.

GRAPHIQUE 22

COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG



Source: STATEC, calcul BCL

Dans l'ensemble, sur les huit premiers mois, les exportations se sont moins développées que les importations. Ainsi, la croissance des achats des marchandises à l'étranger atteint 11,89%, en variation annuelle, sur la période couvrant janvier à août 2001. Cette croissance des importations s'explique principalement par la hausse soutenue de deux secteurs: celui des machines et des équipements (+16,8%) et celui du matériel de transport (+40%) qui représentent près de la moitié de toutes les importations du Luxembourg. L'accroissement exceptionnel des achats de biens d'équipement et du matériel de transport s'explique notamment par l'acquisition de satellites et l'expansion de la flotte d'aéronefs des entreprises résidentes de transport aérien.

Parmi les autres catégories des biens importés, les produits alimentaires et les autres articles manufacturés classés d'après la matière première ont enregistré des taux de croissance respectivement de 10,8% et 15,6%.

En termes de répartition géographique du commerce extérieur, sur les huit premiers mois de l'année 2001, les Etats membres de l'Union Economique et Monétaire reçoivent 75% des exportations totales du Luxembourg. Parmi ces Etats, l'Allemagne, la France et la Belgique achètent à elles seules plus de la moitié de nos exportations. Il est à remarquer que l'Allemagne est, avec près d'un quart de nos exportations, le plus grand importateur de produits luxembourgeois.

De même, les marchés des pays de la zone euro livrent 83% des fournitures importées par l'économie luxembourgeoise. La Belgique, l'Allemagne et la France livrent respectivement 35%, 26% et 13% de toutes les marchandises importées. Historiquement, ces trois pays restent les principaux partenaires de notre commerce extérieur. Un tiers de nos importations proviennent de la Belgique, pays qui approvisionne traditionnellement nos entreprises de distribution, surtout dans les secteurs automobiles et pharmaceutiques.

En moyenne sur les huit premiers mois de l'année 2001, l'indice des valeurs unitaires à l'exportation s'est amélioré de 0,2% en glissement annuel et celui des prix à l'importation de 0,8%. En conséquence, les termes de l'échange ont diminué de 0,6% en variation annuelle. En terme de quantité, sur la même période, l'indice des volumes à l'exportation n'a crû que de 5,6%, en variation annuelle, alors que celui des importations a progressé de 11%, contribuant ainsi à la forte dégradation du solde commercial.

1.2.9 La balance des paiements courants

L'excédent de la balance courante du Luxembourg s'est détérioré de 26,3% sur le premier semestre de l'année 2001 par rapport à la même période de l'année précédente. Ce recul sensible du solde courant s'explique par une forte détérioration du déficit commercial (+18,2%), un léger recul de l'excédent des services (-0,1%) et un creusement du déficit des rémunérations perçues par les travailleurs frontaliers (+24,8%).

Tableau 10 Soldes de la balance des paiements

<i>en millions d'euros</i>	<i>Janvier-Juin 1999</i>	<i>Janvier-Juin 2000</i>	<i>Janvier-Juin 2001</i>
Opérations courantes	610	1 354	998
Biens	-1 132	-969	-1 145
Services	1 726	2 126	2 123
Rémunérations des salariés	-894	-1 078	-1 345
Revenu des investissements	1 273	1 416	1 473
Transferts courants	-364	-139	-109

Source: STATEC

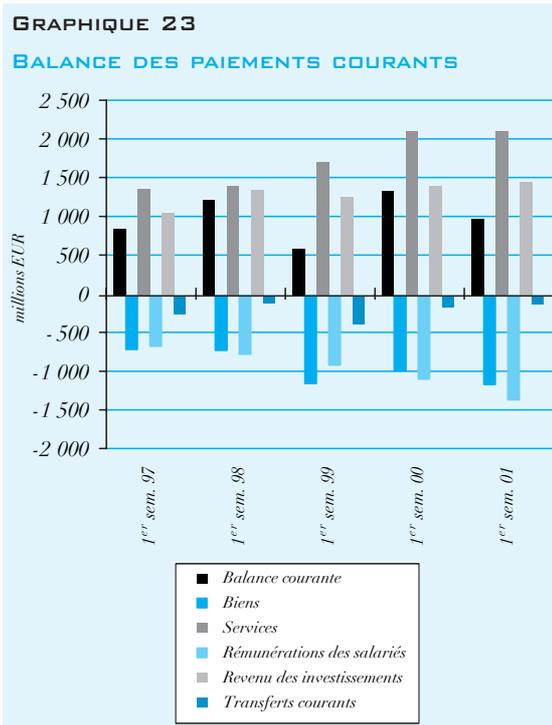
La dégradation du solde commercial s'explique par une évolution contrastée des échanges de biens : une croissance des exportations moindre que celle des importations des marchandises. Au premier semestre 2001, par rapport à 2000, les exportations des biens ont cru de 6% contre 9,6% pour les importations. Comme mentionné ci-dessus (cfr.1.2.7), les achats des biens à l'étranger ont particulièrement augmenté dans le secteur des biens d'équipement, avec l'acquisition exceptionnelle d'aéronefs et de satellites.

Globalement, sur l'ensemble du premier semestre 2001, les exportations des services ont maintenu leur rythme de croissance soutenu pour s'établir à 8 077 millions d'euros contre 7 639 millions au premier semestre 2000, soit une hausse de 5,73%. Quant aux importations de services, elles ont connu une évolution plus forte. Dans l'ensemble, les dépenses liées aux services se chiffrent à 5 954 millions d'euros au premier semestre 2001 contre 5 514 millions d'euros en 2000, soit une augmentation de 8%. Toutefois, l'évolution diffère selon le domaine d'activité. Ainsi, les entrées nettes des prestations de services financiers, qui représentent plus de 60% de toutes les prestations des services de l'économie luxembourgeoise, n'ont progressé que de 3,6%. Tant du côté des dépenses que du côté des recettes, l'on note un ralentissement des activités d'intermédiation financière. Les recettes ont reculé de 1,7% tandis que les dépenses liées aux services financiers ont baissé davantage (-5%). Ce recul des services financiers s'explique notamment par l'évolution défavorable des cours boursiers. Celle-ci engendre, en effet, une diminution, d'une part, des commissions reçues par les gestionnaires de fortune et par le pôle d'activité OPC et, d'autre part, une réduction des commissions de bourse payées lors des achats et ventes de titres.

La progression de l'excédent du poste «voyages» a été plutôt modeste (+0,3%). Néanmoins, ce poste a connu une évolution très forte en termes de flux. A titre d'exemple, les recettes ont augmenté de 17,6%. Cette croissance relativement élevée s'explique notamment par la hausse des prix de produits pétroliers. En effet, les ventes des produits pétroliers à des non-résidents sont intégrées dans les recettes du poste «voyage».

Les activités de transport, qui ont rapporté un surplus de 258 millions d'euros, en hausse de 5,3%, continuent à bénéficier de l'expansion du fret aérien. Les entreprises locales de transport aérien ont vu leurs activités augmenter fortement contribuant ainsi à la hausse des

recettes du poste «transport», recettes qui ont augmenté de 15,9%. En même temps, suite à l'expansion de leurs activités, ces entreprises ont connu des hausses sensibles (+21,6%) des commissions et des frais payés dans le cadre de leurs activités de transport.



Source: STATEC

Au premier semestre 2001, le déficit de la rémunération des salariés s'élève à 1 345 millions contre 1 078 millions d'euros au premier semestre de l'année précédente soit une hausse de 25% environ. Cette évolution s'explique par l'augmentation continue (+11,5%) du nombre de frontaliers qui viennent travailler au Luxembourg. A cela s'ajoute la hausse du niveau général des rémunérations.

Par rapport au premier semestre de l'année précédente, le surplus des revenus estimés des investissements s'élève à 1 473 millions d'euros contre 1 416 millions d'euros, soit une légère amélioration de 4%. Cette évolution s'explique par le développement des activités bilantaires des intermédiaires financiers et la baisse des taux

d'intérêt à court terme qui leur a permis à la fois de se refinancer à des conditions plus intéressantes par rapport à l'année 2000 et d'augmenter parallèlement la marge sur intérêt.

Les transferts courants nets en faveur du reste du monde se chiffrent à 109 millions d'euros au premier semestre 2001 contre 139 millions au premier semestre de l'année 2000, soit une baisse de 21,58%. Cette évolution s'explique par deux facteurs. D'une part, le solde structurellement négatif des transferts du secteur privé s'est amélioré suite à un ralentissement du montant des primes et des indemnités liées aux secteurs d'assurance et de réassurance. D'autre part, les administrations publiques luxembourgeoises ont bénéficié des transferts courants d'un montant de 488 millions d'euros, en hausse de 9%. Cette évolution favorable des transferts du secteur public est notamment fonction des impôts sur le revenu et des contributions aux assurances sociales payées par les frontaliers. Le surplus de 45 millions d'euros, dont ont bénéficié les pouvoirs publics, compense partiellement le déficit des transferts privés.

1.2.10 Les finances publiques

Le projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2002 a été déposé à la Chambre des Députés le 19 septembre 2001 par le Ministre du Trésor et du Budget. Les dépenses proposées affichent une nette progression, à savoir 9,6% en termes nominaux par rapport au budget définitif de 2001, sous l'effet, notamment, d'un accroissement sensible des dépenses sociales. Ces dernières subissent en effet l'incidence d'un relèvement sensible des allocations familiales – à raison de 54,5 millions d'euros – et de certaines initiatives nouvelles présentées le 16 juillet 2001, à l'issue de la table ronde sur les pensions du secteur privé. Cette dernière vise à garantir une plus grande convergence des régimes de pension privé et public ainsi qu'un accroissement des pensions modestes. A cette fin, elle prévoit notamment un relèvement de la pension minimum, une augmentation de la majoration proportionnelle et de la pension de base, l'allocation d'un complément de fin d'année et l'allègement des dispositions anti-cumul pour les survivants. Ces mesures, qui seront introduites dans le courant de 2002, devraient venir gonfler les dépenses des pouvoirs publics à raison de 129 millions d'euros en année pleine, mais elles seront supportées par les différentes caisses de pension et non directement par l'Etat. Afin de garantir l'équilibre à moyen terme du système de

pensions, les participants au «Rentendesch» ont prévu la possibilité de revenir sur un certain nombre de mesures au cas où il se dégagerait d'un bilan actuariel, à réaliser tous les sept ans, que le niveau de la réserve risquerait de tomber en-dessous du seuil minimum et qu'un financement durable des pensions ne soit plus garanti sans imposer des charges supplémentaires aux générations futures.

Outre les mesures directement liées aux pensions, les participants à la table ronde se sont accordés sur l'augmentation du taux d'immunisation du revenu minimum garanti, sur l'octroi d'un forfait d'éducation aux parents ne bénéficiant pas d'une pension personnelle ou encore sur l'extension du bénéfice des «baby years». A l'inverse des mesures précitées, ces dispositions affecteraient le budget 2002 de façon directe, à concurrence de 36,5 millions d'euros, tandis que leur coût en année pleine peut être estimé à 60 millions.

Un autre aspect saillant du projet de budget est l'effort soutenu que consent l'Etat en faveur des investissements publics. Compte tenu des dépenses des fonds d'investissements, les investissements de l'Etat monteraient à 3,0% du PIB en 2002, contre 2,5% en 2001 (budget voté) et 2,1% en 2000 (compte provisoire). Les infrastructures de transport seraient particulièrement favorisées, comme l'atteste un accroissement de 54 millions d'euros des dépenses cumulées du fonds des routes et du fonds du rail. Les investissements financés par le truchement des fonds d'investissements administratif et scolaire connaîtraient également une vive progression de 63,5 et de 41 millions d'euros, respectivement.

Le volet recettes du projet de budget 2002 subit quant à lui l'impact déterminant de la réforme fiscale présentée par le Gouvernement dès la fin de 2000 dans un contexte économique favorable. L'aménagement du régime d'imposition des personnes physiques s'est traduit par un allègement de la charge fiscale de l'ordre de 250 millions d'euros en 2001. La deuxième tranche, introduite en 2002, donnera lieu à une nouvelle réduction des taux d'imposition. Le taux marginal maximal passera de 42% en 2001 à 38% en 2002, tandis que le taux minimal n'excédera plus 8%. De surcroît, les minima tarifaires exemptés d'impôts seront à nouveau rehaussés, dans le sillage de la nette hausse déjà enregistrée en 2001. Au total, le coût de la réforme de l'impôt sur le revenu des personnes physiques devrait s'établir à 170 millions d'euros en 2002 en termes de moins-values par rapport à l'exercice d'imposition précédent.

Tableau 11 Comparaison entre le Luxembourg et ses voisins après la mise en œuvre des réformes fiscales de 2001 et 2002

	<i>Luxembourg</i>	<i>Allemagne</i>	<i>Belgique</i>	<i>France</i>
Impôt sur le revenu des personnes physiques¹¹				
Revenu tarifaire minimum imposable (euros)	9750	7436	6495	4121
Taux d'entrée de l'impôt (pourcentages)	8,00	15,00	25,00	8,25
Taux marginal d'imposition	38,00	51,2	56,6	59,3
Impôt sur le revenu des collectivités				
Taux nominaux (pourcentages) ¹²	22,00	25,00	39,00	33,33

Source: Ministère des Finances

L'impôt sur les collectivités subira également une mutation d'importance. Ainsi, le taux effectif de taxation sera ramené de 30 à 22% dès le 1^{er} janvier 2002. Cette réforme aura pour résultat de hisser le Luxembourg parmi les pays où l'Etat se montre le plus accommodant à l'égard des entreprises, seule l'Irlande proposant des conditions plus avantageuses dans l'Union européenne. L'impact de la réforme sera par ailleurs rehaussé par la baisse concomitante du taux de l'impôt commercial communal, qui ne sera cependant plus déductible de sa propre assiette et de celle de l'impôt sur le revenu des collectivités.

La refonte du cadre fiscal devrait contribuer à conforter la compétitivité de l'économie luxembourgeoise. Le tableau 11 indique qu'à l'issue de la réforme, les contribuables luxembourgeois se trouveront dans une position très favorable à l'aune de la situation prévalant chez nos voisins, et cela quel que soit le critère considéré. Dans un contexte international devenu plus

compétitif, la réforme devrait contribuer à accélérer l'arrivée de résidents étrangers ou de frontaliers sur le marché du travail luxembourgeois, confortant de la sorte la capacité productive du Grand-Duché. Sur le plan de la demande de travail, l'allègement de l'impôt sur les collectivités devrait favoriser l'établissement de nouvelles unités de production au Luxembourg. L'impact des nouvelles mesures ne pourra être pleinement appréhendé que sur un horizon de moyen ou de long terme, lorsque les agents économiques luxembourgeois et étrangers auront pleinement adapté leurs comportements à cette nouvelle donne.

En dépit de l'adoption de mesures marquées du sceau du volontarisme, l'Etat devrait enregistrer un excédent de 9 millions d'euros en 2002. Cet acquis pourrait à première vue s'avérer fragile dans un contexte économique international passablement instable. Du seul fait du jeu des stabilisateurs automatiques, le solde budgétaire enregistrerait une détérioration non négligeable,

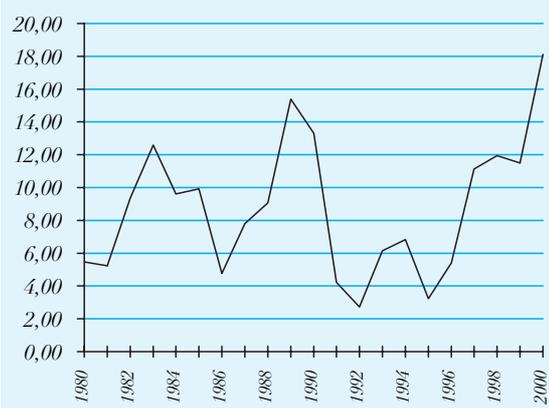
11 Pour le Luxembourg, la contribution de 2,5% au Fonds pour l'emploi n'est pas incluse. Pour les trois pays voisins, les données reprises au tableau se réfèrent à l'année 2001.

12 Taux en vigueur en 2002 pour l'ensemble des pays. L'incidence sur les taux d'éventuels taux réduits, surcharges ou impôts locaux n'est pas prise en compte.

de l'ordre de 35 millions d'euros, si le taux de croissance enregistré en 2002 cédait un pour cent par rapport au taux de croissance de 5,5% sur lequel se fonde le Projet de budget¹³. Cette dégradation se produirait néanmoins dans un contexte favorable, caractérisé notamment par un substantiel excédent du compte de la sécurité sociale. De surcroît, les projections de recettes qui président à l'élaboration des budgets ont été systématiquement en retrait des recettes effectivement collectées au cours des deux dernières décennies, comme l'atteste le graphique 24. Le haut degré d'incertitude qui caractérise le présent contexte conjoncturel pourrait néanmoins venir altérer ce type de régularité, ce qui souligne la nécessité d'une vigilance accrue lors de l'exécution du budget. Par ailleurs, la transparence budgétaire serait confortée par la mise en œuvre d'une stratégie visant à garantir d'emblée une estimation fiable du niveau effectif des recettes.

GRAPHIQUE 24

EGARTS ENTRE LES RECETTES PRÉVUES (BUDGETS DÉFINITIFS) ET LES RECETTES EFFECTIVES (COMPTES GÉNÉRAUX OU PROVISOIRES), EXPRIMÉS EN POURCENTAGES DES RECETTES PRÉVUES¹⁾



Source: Ministère des Finances

1) Calculé sur base des comptes de 1980 à 1999, et du compte provisoire pour 2000.

¹³ Cet impact de 35 millions a été calculé sur la base des élasticités des recettes au produit intérieur brut observées sur la période 1970-2000. Ces élasticités devraient normalement se réduire dans le sillage de la réforme fiscale, car cette dernière atténue la progressivité du régime de taxation à l'impôt des personnes physiques.