

# 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	13
1.1.4	Le taux de change de l'euro	14
1.1.5	L'évolution des prix et des coûts	15
1.1.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	16
1.1.7	Le commerce extérieur	18
1.1.8	La balance des paiements	19
1.2	La situation économique au Luxembourg	21
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	21
1.2.1.1	Prix à la consommation	21
1.2.1.2	Prix à la production industrielle et construction	23
1.2.2	Industrie	24
1.2.3	Construction	26
1.2.4	Commerce et autres secteurs	26
1.2.5	Perspectives pour l'économie luxembourgeoise	32
1.2.6	Marché du travail	33
1.2.7	Le secteur financier	37
1.2.7.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	37
1.2.7.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	37
1.2.7.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	37
1.2.7.4	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	39
1.2.7.5	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	41
1.2.8	Le commerce extérieur	43
1.2.9	La balance des paiements courants	44
1.2.9.1	Compte courant	44
1.2.9.2	Compte financier	45
1.2.10	Les finances publiques	46

## 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

Après une année de statu quo des taux d'intérêt afférent aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs a décidé, sur base des motivations mentionnées ci-dessous, un assouplissement monétaire de 50 points de base en

date du 5 décembre 2002. Le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème s'élève désormais à 2,75%. Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt a également été abaissé de 50 points de base pour s'établir à, respectivement 3,75% et 1,75%.

Tableau 1 Opérations sur taux opérées par l'Eurosystème

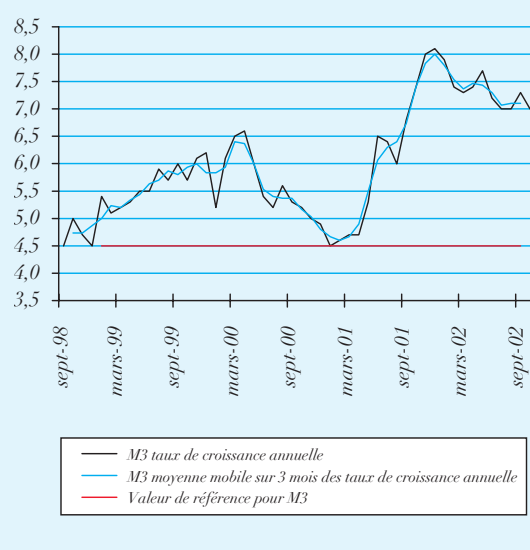
	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement		Facilité de crédit marginal	
	Niveau	Variation	Niveau	Variation	Niveau	Variation
10/05/2001	3,50%	-0,25	4,50%	-0,25	5,50%	-0,25
30/08/2001	3,25%	-0,25	4,25%	-0,25	5,25%	-0,25
17/09/2001	2,75%	-0,50	3,75%	-0,50	4,75%	-0,50
08/11/2001	2,25%	-0,50	3,25%	-0,50	4,25%	-0,50
05/12/2002	1,75%	-0,50	2,75%	-0,50	3,75%	-0,50

Source: BCE

En ce qui concerne le premier pilier, le taux de croissance annuel de la masse monétaire M3 est resté à des niveaux élevés tout au long de l'année. Certes, le rythme de croissance a quelque peu décéléré au cours des derniers mois, mais il reste à des niveaux largement supérieurs à sa valeur de référence. En effet, la moyenne mobile des taux de croissance annuels des trois derniers mois (période allant d'août 2002 à octobre 2002) s'est établie à 7,1%.

Or, ce rythme soutenu s'explique principalement par des arbitrages de portefeuille en faveur d'actifs liquides opérés dans un contexte d'importantes incertitudes dans les marchés financiers. De plus, le faible niveau des taux d'intérêt à court terme a favorisé la croissance monétaire. Globalement, la liquidité disponible excède les besoins liés au financement d'une croissance durable et non inflationniste. Cependant, vu la faiblesse actuelle de l'activité économique et le degré élevé d'incertitude relative à la croissance future, cette situation ne devrait pas se traduire par des tensions inflationnistes.

GRAPHIQUE 1  
CROISSANCE DE M3 DANS  
LA ZONE EURO EN %

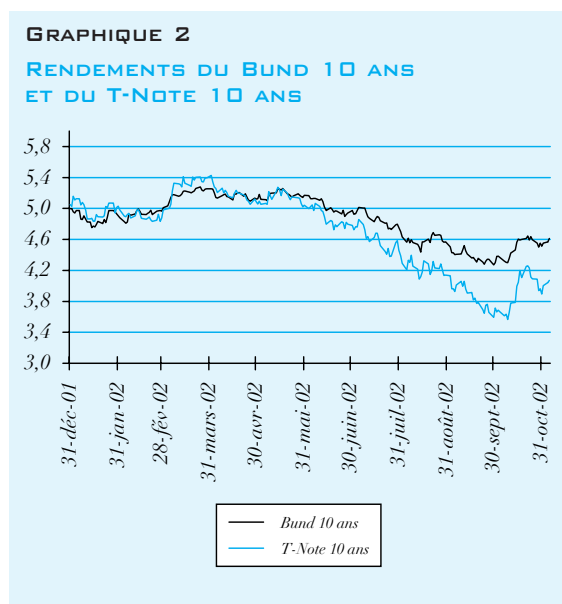


Source: BCE

Les informations récentes relatives aux indicateurs contenus dans le second pilier confirment la faiblesse de l'activité économique dans la zone euro. La confiance des consommateurs reste terne et les principales institutions publiques et privées ont revu à la baisse leurs prévisions de croissance du PIB pour 2002 et 2003. L'évolution économique dans la zone euro est entachée de fortes incertitudes qui sont en grande partie liées à l'atonie de l'économie mondiale, aux évolutions des marchés financiers et aux tensions géopolitiques pesant sur les prix du pétrole.

Globalement, la faiblesse de l'activité économique devrait favoriser un recul des tensions inflationnistes à moyen terme. Sur base des informations récentes actuellement disponibles, l'inflation devrait passer en dessous de 2% au cours de l'année 2003. Cependant, à court terme, l'IPCH pourrait subir quelques tensions temporaires, résultant d'effets de base liés aux prix de l'énergie, des augmentations prévues de la fiscalité indirecte ainsi que des prix réglementés dans plusieurs pays.

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



Source: Bloomberg

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

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

Depuis lors, les rendements obligataires publics à long terme se sont continuellement repliés alors que les opérateurs de marché ont revu à la baisse leurs anticipations de croissance économique. Cette évolution résulte de la publication de données macroéconomiques moins favorables que prévu, de l'intensification des turbulences sur les marchés boursiers et de la persistance de tensions géopolitiques.

A la mi-octobre, les marchés obligataires ont enregistré un rebond sur fond d'une bonne tenue des marchés boursiers. Les investisseurs auraient aussitôt dénoué quelques positions de valeurs sûres pour miser sur le rebond des marchés des actions. Or, ils ont rapidement été découragés par la publication d'une nouvelle vague de données macroéconomiques décevantes. Les rendements obligataires ont donc repris leur mouvement baissier.

En date du 11 novembre 2002, date de clôture de la prise en compte de données pour la présente publication, les rendements publics de la zone euro à 10 ans, représentés ici par l'obligation de l'Etat allemand «Bund 10 ans», ont atteint 4,4%. Le rendement de l'emprunt obligataire public américain à 10 ans «T-Note 10 ans», quant à lui, s'est établi à 3,8% à la même date.

### 1.1.3 Les marchés boursiers

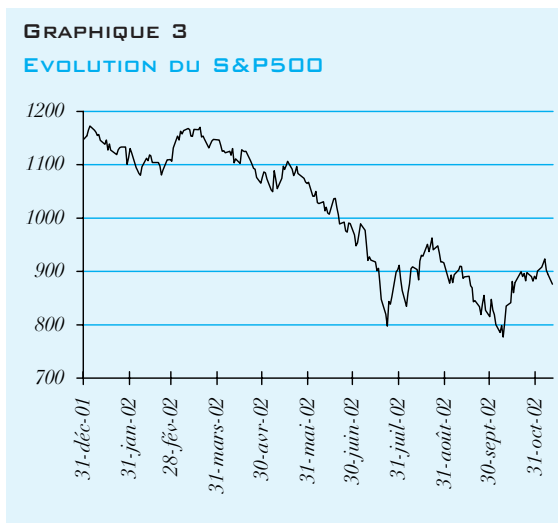
Les cours des actions ont été globalement stables pendant les deux premiers mois de l'année. Bien que les opérateurs de marché soient devenus plus optimistes quant aux perspectives de croissance économique, ils sont restés prudents quant à l'ampleur de cette reprise.

A la fin du mois de février, les marchés boursiers ont enregistré un bref sursaut suite à la publication d'une série d'indicateurs économiques supérieurs aux attentes. Or, ce rebond n'aura été que de courte durée et les bourses ont de nouveau fléchi à partir du deuxième trimestre.

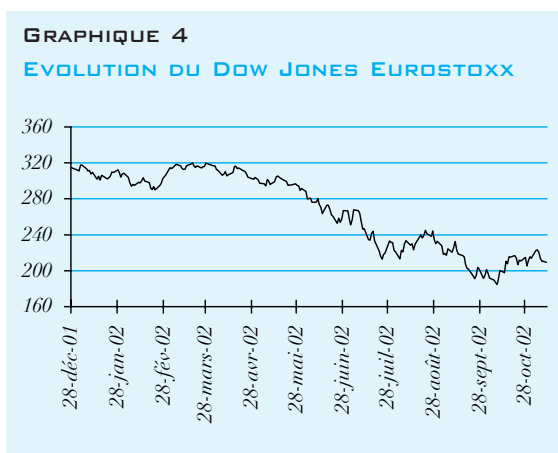
Les inquiétudes relatives aux pratiques comptables, la publication de chiffres micro- et macroéconomiques

inférieurs aux attentes ainsi que les incertitudes liées à l'évolution politique au Moyen-Orient ont atténué l'optimisme des opérateurs de marché. La chute des cours boursiers s'est poursuivie jusqu'en novembre dans un contexte caractérisé par une importante volatilité. Néanmoins, la publication de quelques résultats d'entreprises (meilleurs que prévu) pour le troisième trimestre ainsi que les perspectives croissantes de détente de la politique monétaire ont déclenché une reprise à partir de la deuxième semaine du mois d'octobre.

En date du 11 novembre 2002, le S&P500 a atteint 876 points et le Dow Jones Eurostoxx 209 points.

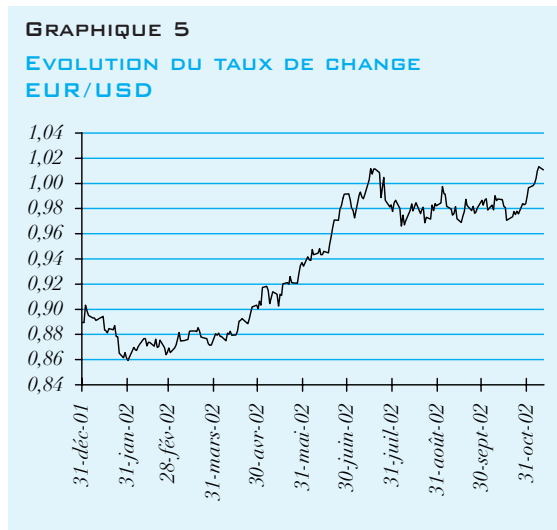


Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

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



Source: Bloomberg

Pendant les premiers mois de l'année 2002, le cours de l'euro évoluait dans une fourchette étroite en dessous des 90 cents. D'un côté les chiffres macroéconomiques publiés reflétaient un redressement économique plus dynamique aux Etats-Unis qu'en Europe. D'un autre côté, la situation politique au Moyen Orient ainsi que la faiblesse persistante des marchés boursiers américains ont continué à peser sur le dollar.

Ensuite, les marchés des changes ont enregistré un affaiblissement général du dollar dans un contexte d'inquiétudes quant aux résultats des entreprises américaines, ainsi qu'à la capacité du gouvernement américain à maintenir sa politique du dollar fort. Celle-ci pèse notamment sur la compétitivité des exportations américaines et sur le déficit courant américain. De plus, les opérateurs ont pris conscience du fait que l'économie américaine pourrait croître à un rythme plus lent que ne l'avaient escompté les marchés financiers. Ces pressions sur le dollar ont été amplifiées par le recul continu des marchés américains des actions.

Le taux de change EUR/USD est ensuite resté globalement stable entre les mois d'août et d'octobre avant de reprendre son mouvement haussier à la fin du mois d'octobre. Cette nouvelle appréciation de l'euro face au dollar a été déclenchée par la publication d'indicateurs économiques décevants aux Etats-Unis, en particulier la forte chute de l'indice de confiance des

consommateurs. Finalement, début novembre le mouvement haussier de l'euro a été amplifié par les prises de décisions de politique monétaire. En effet, la baisse de 50 points de base du taux directeur de la Fed en date du 6 novembre, contre 25 points anticipés par les marchés, a amplifié les inquiétudes des investisseurs quant à la santé de l'économie américaine. Parallèlement, les marchés ont modérément réagi au statu quo des taux de la BCE, tout en attendant une détente de la politique monétaire pour la fin de l'année.

En date du 11 novembre 2002, un euro valait 1,01 USD contre 0,89 à la fin de l'année 2001, soit une appréciation de 14% de l'euro face au dollar.

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

L'inflation annuelle de la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), a forte-

ment augmenté en janvier 2002, atteignant 2,7% suite à un accroissement de 0,7 point de pourcentage en raison essentiellement du renchérissement du pétrole et des produits alimentaires non transformés. Le taux annuel d'inflation est par la suite revenu sur une trajectoire descendante pour atteindre 1,8% en juin 2002. Ce fléchissement était lié à la diminution graduelle des pressions sur les prix des produits alimentaires non transformés ainsi que par la contribution baissière des prix de l'énergie. L'accélération du rythme de progression annuel observée depuis juillet 2002 a porté le taux d'octobre à 2,3%. Ce phénomène est essentiellement le reflet d'une contribution plus défavorable des prix de l'énergie et d'une augmentation de cadence de la progression annuelle des prix des produits alimentaires non transformés.

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

Source: Eurostat

L'évolution de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie diffère cependant de celle de l'IPCH global, puisque le taux de progression annuel est resté étale à un niveau élevé au cours des six premiers mois de l'année 2002 (2,6%), pour fléchir à 2,4% en octobre 2002.

Les effets du renchérissement des produits alimentaires non transformés, observés au début de l'année 2002 et dus aux conditions météorologiques défavorables, se sont effacés graduellement. Ainsi, le taux annuel de progression de ce sous-indice est ressorti à 0,9% en

juillet après avoir affiché encore 8,4% en janvier 2002. La progression en glissement annuel des prix des produits alimentaires non transformés, s'élevant à 1,7% en septembre et à 1,6% en octobre 2002, est surtout liée à un recul saisonnier moins marqué que douze mois plus tôt, en raison des conditions météorologiques très défavorables qui ont frappé dernièrement plusieurs régions de la zone euro.

Le rythme annuel de contraction des prix de l'énergie a fluctué entre -0,4% et -3,6% au cours des neuf premiers mois de l'année 2002 pour redevenir positif

(+2,3%) en octobre. Le taux de variation mensuel permet, par la suppression des effets de base qui affectent le taux annuel, de mieux analyser la dynamique récente des prix de l'énergie. En effet, les taux mensuels ont été positifs au cours des mois de janvier, février, mars, avril, juillet, août, septembre et octobre, alors qu'ils n'ont été négatifs qu'en mai et juin 2002. Les prix de l'énergie ont ainsi monté (en termes nets) au cours des dix premiers mois de l'année 2002.

Le rythme de progression annuel des prix des produits manufacturés hors énergie a fléchi depuis plusieurs mois, revenant de 1,9% en février 2002 à 1,3% en octobre 2002. La tendance descendante des taux de progression annuels de ces prix témoigne de l'effacement des effets indirects des chocs antérieurs ainsi que d'une diminution des tensions externes sur ces prix.

Le taux de croissance des prix des produits alimentaires transformés a reculé en glissement annuel au cours des dix premiers mois de l'année 2002, après avoir atteint une pointe de 3,8% en janvier pour s'établir à 2,6% en octobre 2002.

Le taux de variation des prix des services dans la zone euro a poursuivi sa hausse au cours des derniers mois en raison des effets indirects et décalés des chocs antérieurs, des évolutions passées des salaires et, dans une moindre mesure, de l'impact de l'introduction des billets et pièces en euro sur les prix de certains services. En effet, les prix des services ont augmenté de 3,2% en termes annuels en octobre 2002, alors que le taux de progression n'était que de 2,8% en octobre 2001.

S'agissant des perspectives d'évolution, la progression de l'IPCH devrait légèrement augmenter sa cadence au cours des prochains mois en raison des effets de base et d'évolutions concernant certains Etats membres, telles que les hausses de la fiscalité indirecte ou les variations spécifiques des prix des services. A ce stade, on ne peut exclure une nouvelle accélération du rythme annuel d'inflation vers la fin de l'année 2002 ainsi qu'un délai pour retrouver des taux d'inflation inférieurs à 2%. Cependant, cette éventuelle nouvelle hausse ne devrait être que temporaire.

A noter que selon l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, le niveau perçu d'inflation a fortement augmenté au cours des dix premiers mois de l'année 2002, contrastant ainsi fortement avec l'évolution du rythme de progression effectif des prix, mesuré par l'IPCH, qui s'est atténué sur la même période. Cette divergence entre l'inflation perçue et l'inflation effective mérite d'être suivie de près puisqu'elle indique que les consommateurs sous-estiment l'évolution des salaires réels et donc celle de

leur pouvoir d'achat. Cette sous-estimation risque d'avoir des conséquences négatives sur la consommation et de motiver les consommateurs à exiger des hausses de salaires démesurées. Fort heureusement, les anticipations d'inflation, qui sont en recul, indiquent que les hausses de prix perçues ne sont que temporaires. L'impact défavorable de la divergence entre l'inflation perçue et l'inflation effective sur d'autres variables macroéconomiques devrait s'en trouver limité.

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

Selon la troisième estimation d'Eurostat, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0,4% en glissement trimestriel au cours du deuxième trimestre 2002. Ce taux de croissance est identique à celui enregistré au cours du trimestre précédent. En comparaison avec le deuxième trimestre 2001, le PIB de la zone euro a augmenté de 0,7% au deuxième trimestre 2002 (contre 0,3% au cours du trimestre précédent). Cette récente évolution est principalement attribuable à la hausse de la contribution de la demande intérieure (cette contribution s'élevait à 0,2 point de pourcentage au cours du deuxième trimestre contre 0,1 point de pourcentage au premier trimestre) ainsi qu'à la contribution nette positive du commerce extérieur (de 0,3 point de pourcentage au cours du premier trimestre et 0,2 point de pourcentage au cours du deuxième trimestre 2002).

En ce qui concerne la demande intérieure finale, la dépense de consommation finale des ménages et des Institutions Sans But Lucratif au Service des Ménages (ISBLM) a augmenté de 0,3% en glissement trimestriel au cours de ce deuxième trimestre, après un recul de 0,1% au trimestre précédent. En effet, les évolutions plus favorables des prix à la consommation ont contribué à la progression du revenu réel disponible, ce qui a favorisé cette reprise de la consommation finale des ménages et des ISBLM. Cependant, la formation brute de capital fixe a diminué en glissement trimestriel pour le sixième trimestre consécutif, ce qui prolonge ainsi la période d'ajustement à la baisse (-0,6% et -1,0% respectivement aux premier et deuxième trimestres 2002). La consommation publique affiche, quant à elle, un taux de croissance de 0,4% en glissement trimestriel pour le deuxième trimestre 2002 (contre 0,7% au cours du trimestre précédent).

La contribution du solde extérieur à la croissance du PIB de la zone euro est restée positive au deuxième trimestre 2002, bien qu'en légère décélération par rapport au trimestre précédent. En fait, même si le taux de croissance des exportations de la zone euro a connu une accélération au cours de ce trimestre (à hauteur de

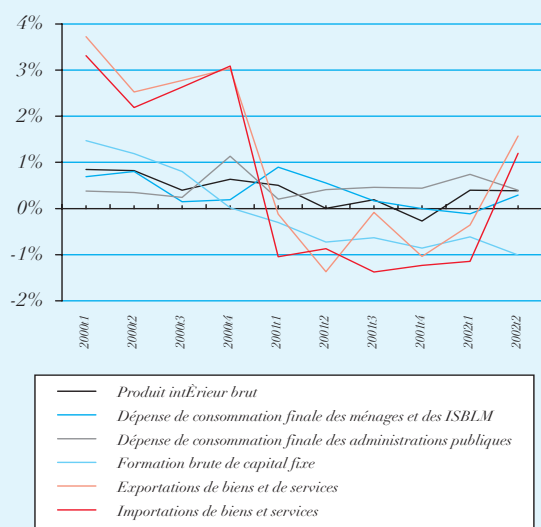
1,6% en glissement trimestriel contre une baisse de 0,4% au cours du trimestre précédent), celle-ci a été quasiment neutralisée par une hausse des importations (de 1,2% en glissement trimestriel contre une baisse de 1,1% au cours du trimestre précédent).

Selon les projections macroéconomiques élaborées par la Commission européenne pour cet automne, la croissance du PIB de la zone euro devrait décélérer en 2002 puis connaître une reprise graduelle en 2003 et 2004. Ces projections sont plus pessimistes que celles publiées au printemps pour l'ensemble de la période sous revue. Cette correction est principalement attribuable au fait que la situation conjoncturelle n'a pas connu d'amélioration significative au cours du deuxième trimestre de l'année en cours. A cela s'est ajoutée la hausse de l'incertitude en ce qui concerne l'évolution des marchés boursiers, le dénouement des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, ainsi que la détérioration de la confiance des investisseurs et l'augmentation du taux d'épargne des ménages. Une reprise graduelle est prévue à partir du second semestre 2003 et devrait progressivement s'amplifier jusqu'en 2004, si l'économie de la zone euro bénéficie comme prévu d'une reprise progressive de la demande internationale.

**GRAPHIQUE 6**

**EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS**

(variation trimestrielle en pourcentage)

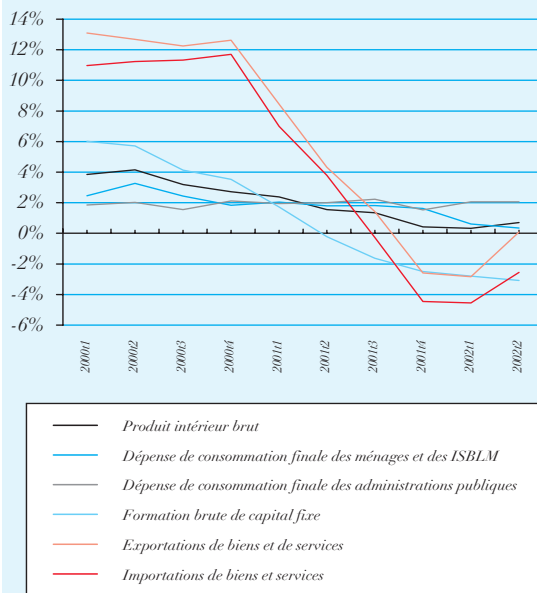


Sources: Eurostat, calculs BCL

**GRAPHIQUE 7**

**EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS**

(variation annuelle en pourcentage)



Sources: Eurostat, calculs BCL

**Le marché du travail**

- L'emploi

L'emploi total dans la zone euro a progressé de 0,6% en variation annuelle au cours du deuxième trimestre 2002 contre 1,5% au deuxième trimestre de l'année précédente. Le taux de croissance de l'emploi total dans la zone euro est estimé à 0,1% en glissement trimestriel, situation inchangée par rapport au trimestre précédent. Pourtant, en termes absolus, l'emploi n'a progressé que de 92 000 unités au deuxième trimestre contre une progression de 174 000 unités au premier trimestre 2002.

Dans une optique prospective, la croissance de l'emploi devrait rester faible au cours des trimestres à venir, reflétant le délai d'adaptation du marché du travail à l'activité économique.

- Le chômage

Le taux de chômage de la zone euro s'est établi à 8,3% de la population active en septembre 2002, sans changement par rapport au mois précédent (il s'élevait à 8,0% en septembre 2001). Le nombre de chômeurs



dans la zone euro s'élève à près de 11,5 millions de personnes.

Les taux de chômage les plus bas de la zone euro ont été enregistrés au Luxembourg et aux Pays-Bas, avec des taux de respectivement 2,5%<sup>1</sup> (en septembre 2002) et 2,9% (en août 2002). L'Espagne et la Finlande demeurent les Etats membres les plus touchés, avec des taux de chômage atteignant respectivement 11,2% et 8,9% en septembre 2002.

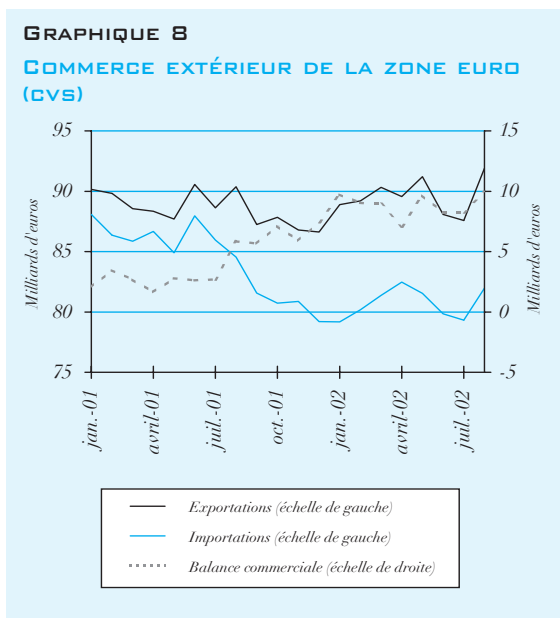
Le taux de chômage est une variable décalée par rapport au cycle économique. Dès lors, le taux de chômage de la zone euro ne devrait pas reculer de façon significative au cours des prochains mois et pourrait même continuer à augmenter jusqu'à ce que la reprise de l'activité économique se confirme.

### 1.1.7 Le commerce extérieur

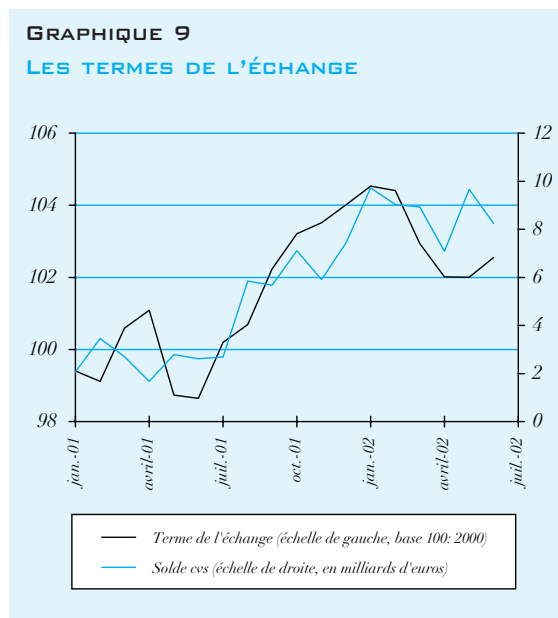
Sur les huit premiers mois de l'année 2002, l'excédent mensuel du commerce extérieur de la zone euro, en données corrigées des variations saisonnières (cvs), s'est stabilisé dans une fourchette de 7,5 à 10 milliards d'euros. Cette stabilisation fait suite à une amélioration importante pendant l'année 2001 due à la diminution des importations.

Les importations ont augmenté au cours des quatre premiers mois de l'année 2002 du fait de la reprise de l'activité économique qui s'est traduite par une augmentation des volumes et des prix. Cependant, la faiblesse de la demande à partir du mois de mai a de nouveau entraîné une baisse des importations en volume puis en prix. Après une croissance pendant les 5 premiers mois de 2002, due principalement à des augmentations en volume, les exportations ont décliné en juin et juillet essentiellement en raison d'une diminution en valeur.

Après une hausse au deuxième semestre 2001, les termes de l'échange (ratio de l'indice des valeurs à l'exportation et de l'indice des valeurs à l'importation) ont baissé au premier semestre 2002. L'évolution du solde du commerce extérieur est similaire à celle des termes de l'échange, reflet de la prépondérance de la variation des prix sur celle des volumes dans l'évolution de la balance commerciale depuis le début 2001. L'appréciation de l'euro face au dollar américain, et dans une moindre mesure face à la livre sterling au second trimestre, a contribué au retournement de tendance des termes de l'échange qui ont légèrement augmenté au second trimestre après une forte baisse au premier trimestre.



Source: Eurostat



Source: Eurostat

<sup>1</sup> Les chiffres énoncés dans cette partie consacrée au chômage sont incomplets, faute de données disponibles pour septembre, pour les Pays-Bas. Le taux de chômage standardisé du Luxembourg, établi selon la définition harmonisée, diffère de celui publié par l'Administration de l'Emploi (ADEM), qui établit le taux de chômage à 3,0% en septembre 2002.

Depuis le début de l'année 2002, les importations et exportations avec les différents partenaires de la zone euro suivent une tendance assez stable, à l'exception des échanges avec les pays candidats à l'adhésion à l'Union européenne, qui progressent de manière significative.

### 1.1.8 La balance des paiements

- Le compte des transactions courantes

Pour les huit premiers mois de l'année 2002, le compte des transactions courantes de la zone euro était excédentaire de 29,2 milliards d'euros, alors qu'il présentait un déficit de 23,6 milliards d'euros pour la même période de l'année 2001. Cette amélioration résulte principalement d'une hausse importante du solde des biens, mais aussi de l'augmentation de l'excédent des services et d'une légère diminution du déficit des revenus et des transferts courants.

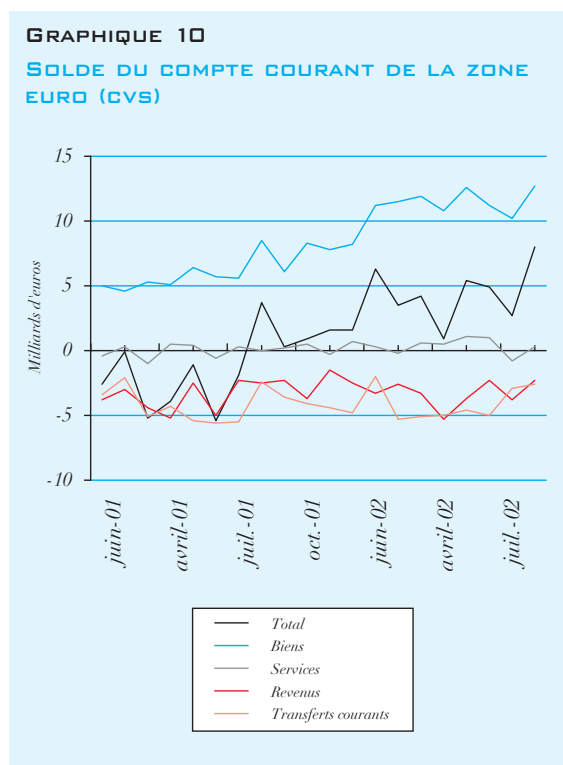
Depuis le début de l'année 2002, la tendance qui se dégage, en données corrigées des variations saisonnières (cvs), est l'augmentation du solde des biens. Le solde des autres rubriques reste stable.

- Le compte financier

Pour les huit premiers mois de l'année 2002, les investissements directs ont enregistré des sorties nettes (investissements directs nets à l'étranger moins investissements directs nets dans la zone euro) de 21 milliards d'euros en comparaison à des sorties nettes de 102 milliards sur la période correspondante de 2001. Cette évolution résulte principalement de la forte baisse (environ 100 milliards d'euros) des investissements directs à l'étranger aussi bien en capital social qu'en prêts intra-groupes entre ces deux périodes. Les investissements directs dans la zone euro ont aussi baissé en capital social, mais ont augmenté au titre des prêts intra-groupes.

L'inversion des flux nets d'investissement de portefeuille s'est accentuée à partir du deuxième trimestre 2002. Ainsi sur les huit premiers mois de l'année 2002, les entrées nettes se sont élevées à 34 milliards d'euros, comparées à des sorties nettes de 14 milliards d'euros sur la même période de 2001. Les investissements des résidents en actions étrangères et des non-résidents en actions de la zone euro ont diminué de moitié. Les incertitudes des investisseurs en ce qui concerne la reprise de l'économie américaine et les perspectives de l'économie européenne peuvent expliquer leur faible intérêt dans les investissements en actions. Les résidents de la zone euro ont investi en titres de créances en privilégiant les titres étrangers du marché monétaire au détriment des obligations. Par contre, les non-résidents ont fortement investi en obligations de la zone euro mais aussi en titres du marché monétaire. L'attrait des obligations de la zone euro résulte du différentiel des taux d'intérêt à long terme entre la zone euro et les Etats-Unis et du potentiel de baisse des taux d'intérêts plus important dans la zone euro qu'aux Etats-Unis. L'évolution mensuelle sur les huit premiers mois de l'année 2002 montre un attrait croissant pour les investissements dans la zone euro à partir de janvier 2002 pour atteindre son niveau le plus élevé en mai 2002 avant de chuter en fin de période.

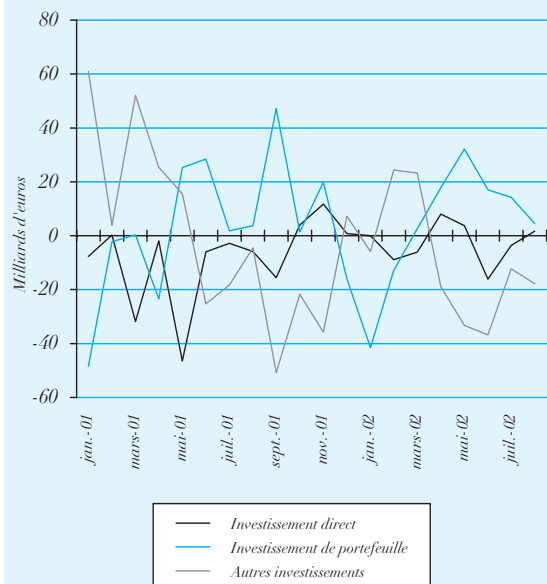
Les autres investissements, qui comprennent notamment les crédits commerciaux et les prêts et les dépôts, compensent en partie les flux d'investissement de portefeuille.



Source: BCE

### GRAPHIQUE 11

#### SOLDE DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO



Source: BCE

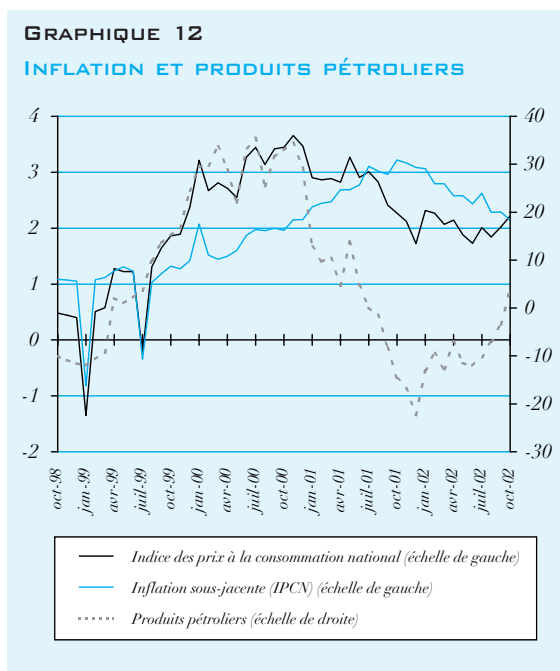
Un flux négatif indique un flux sortant de la zone euro et un solde positif un flux entrant.

## 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, mesurée par les variations annuelles de l'indice (global) des prix à la consommation national (IPCN), a fléchi au cours du premier semestre de l'année 2002 en passant de 2,3% en janvier à 1,7% en juin. Le rythme annuel de progression des prix à la consommation a ensuite changé de tendance pour remonter à 2,2% en octobre. Cette évolution s'explique par l'impact de plusieurs facteurs comme la moindre ampleur des soldes de juillet 2002 par rapport à ceux de juillet 2001, par l'impact de la tranche indiciaire de juin 2002 ainsi que par les hausses des prix des produits pétroliers en août, septembre et octobre. Rappelons que l'IPCN a affiché des progressions en moyenne annuelle de 3,2% en 2000 et 2,7% en 2001.



Source: STATEC

L'inflation sous-jacente<sup>2</sup> sur base annuelle s'est inscrite en baisse au cours des dix premiers mois de l'année 2002, passant de 3,1% en janvier à 2,1% en octobre.

Le rythme annuel de progression des prix des services s'est quelque peu décéléré au cours des dix premiers mois de l'année en cours, passant de 3,5% en janvier à 3,0% en septembre et octobre 2002.

Le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires, a diminué progressivement de 5,6% en janvier à 2,9% en octobre 2002. Ce fléchissement témoigne de la dissipation graduelle des tensions sur les prix des légumes liées aux conditions météorologiques défavorables au début de l'année.

Les produits pétroliers ont eu un impact baissier sur le rythme de progression annuel de l'inflation, ainsi qu'en témoignent les taux de variation annuels négatifs sur les neuf premiers mois de l'année en cours (ceux-ci ont oscillé entre -3,5% et -13,0% pendant cette période). A noter que le taux de variation annuel est cependant redevenu positif en octobre 2002. Les taux annuels masquent toutefois la tendance ascendante sur laquelle ont évolué les prix des produits pétroliers au cours des dix premiers mois de l'année en cours. En effet, ces prix ont affiché des taux de progression mensuels positifs au cours des mois de février, avril, mai, août, septembre et octobre 2002 alors que la contribution des produits pétroliers n'a été baissière qu'en janvier, mars, juin et juillet 2002. Les prix des produits pétroliers ont ainsi augmenté de quelque 12,7% entre janvier et octobre 2002.

La comparaison des taux de progression annuels de l'IPCH global<sup>3</sup> du Luxembourg avec les observations correspondantes de la zone euro permet de conclure que le différentiel s'est détérioré au cours des dix premiers mois pour afficher une valeur de 0,2% en octobre 2002, après avoir été en faveur du Luxembourg au cours du premier semestre de l'année en cours<sup>4</sup>. La dégradation du différentiel de l'IPCH global par rapport à la zone euro reflète, entre autres, la

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

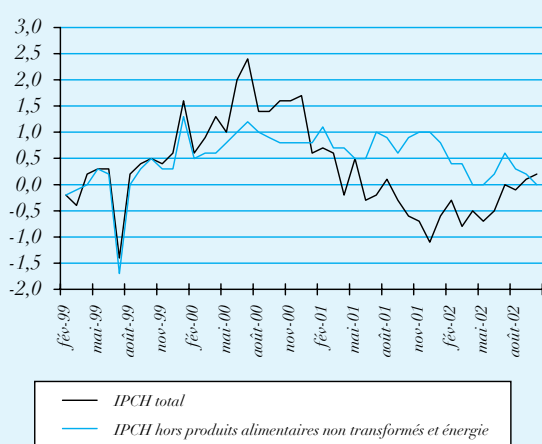
3 L'IPCH met l'accent, entre autres, sur la comparabilité entre les indices des différents pays. Il a donc été utilisé dans le cadre des comparaisons internationales comprises dans le présent bulletin. A noter que l'IPCH est utilisé comme référence dans la politique monétaire de l'Eurosystème.

4 Des valeurs négatives sur le graphique illustrant le différentiel de l'inflation avec la zone euro représentent un écart favorable au Luxembourg, alors qu'une valeur positive témoigne d'un différentiel en défaveur du Luxembourg.

plus forte sensibilité au Luxembourg des prix des produits pétroliers par rapport aux cours mondiaux du pétrole brut<sup>5</sup>. Le différentiel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie s'est amélioré au cours de l'année 2002 pour atteindre une valeur de zéro en octobre 2002.

**GRAPHIQUE 13**  
**DIFFÉRENTIEL DE L'INFLATION ENTRE LE LUXEMBOURG ET LA ZONE EURO**

(taux Luxembourg moins taux zone euro)



Source: Eurostat, calculs BCL

### Prévisions d'inflation

L'inflation au cours des derniers mois a connu une évolution légèrement moins favorable qu'anticipé lors de l'exercice de prévision de notre bulletin 2002/3. D'une

part, l'inflation globale excluant les prix de l'énergie a été légèrement surestimée. Mais d'autre part, la flambée des produits pétroliers, induite par les tensions politiques au Moyen-Orient, a engendré une hausse importante et imprévue des prix de l'énergie. Les prix du pétrole s'étant apaisés récemment, le scénario central pour l'inflation demeure cependant inchangé: la décélération de l'inflation globale devrait donc se poursuivre à moyen terme.

### • Hypothèses

Nos prévisions d'inflation sont généralement scindées en deux, à savoir des projections pour le sous-index énergie ainsi que des projections pour l'inflation globale excluant les produits énergétiques.

Les hypothèses sous-jacentes pour les produits pétroliers suivent le schéma habituel, en l'occurrence un taux de change euro/dollar maintenu constant sur l'horizon de prévision et un profil pour le prix du pétrole en dollar identique à celui observé sur les marchés à terme. Début novembre, l'euro cotait aux environs de 0,99 USD/EUR, soit une appréciation par rapport au taux moyen de 2001. Comparée à l'exercice de prévision du Bulletin 2002/3, cette hypothèse demeure quasiment inchangée. Le prix du Brent en dollar s'est établi simultanément autour de 25\$/bl et les marchés financiers anticipaient une baisse graduelle de ce prix jusqu'à un niveau légèrement inférieur à 23\$/bl en juin 2003. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

**Tableau 3** *Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation*

	2001	2002	2003	2002-T4	2003-T1	2003-T2	2003-T3	2003-T4
Prix du pétrole en \$	24,4	24,8	24,0	26,1	25,2	24,3	23,6	23,0
Taux de change \$/€	0,90	0,94	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
Prix du pétrole en euros (en % de var. ann.)	-11,5	-3,6	-8,0	22,1	4,9	-10,4	-13,3	-12,0

Source: BCL

5 Rappelons que cette plus forte sensibilité des prix des produits pétroliers au Luxembourg par rapport au prix du pétrole brut est liée au fait que la pondération des produits énergétiques dans l'IPCH est plus forte au Luxembourg que dans la zone euro et que la taxation fixe est plus faible au Luxembourg. Il s'ensuit que le différentiel de l'IPCH global évolue en défaveur du Luxembourg en période de hausse des prix du pétrole brut et vice versa.

L'inflation globale excluant les prix de l'énergie dépend en grande partie de l'inflation dans les pays voisins, de l'évolution des salaires, des pressions de la demande ainsi que d'autres facteurs spécifiques. La hausse récente du prix du tabac aura un impact non négligeable sur les prix à la consommation. Par contre, la récente appréciation de l'euro par rapport au dollar devrait exercer un impact modérateur sur l'inflation importée. De même, nos trois pays voisins ont connu au cours des derniers mois une inflation moins élevée que le Luxembourg, ce qui ne devrait pas tarder à avoir un impact sur les prix à la consommation au Luxembourg. La reprise conjoncturelle très modeste dans la zone euro et au Luxembourg n'a également pas donné lieu à des pressions inflationnistes dues à la demande. En plus, les prix des fruits saisonniers

devraient connaître une modération en 2003 si les conditions climatiques désastreuses dans les pays méditerranéens vers la fin 2001, début 2002 ne se reproduisent pas en 2003.

#### • Résultats

Globalement, l'évolution de l'inflation devrait être stable au cours des prochains mois, et l'IPCN atteindrait des taux légèrement supérieurs à 2% jusqu'au premier trimestre 2003 pour tomber ensuite en dessous de cette barre en raison d'une contribution négative de la part des prix de l'énergie. L'indexation automatique des salaires devrait être repoussée jusqu'au quatrième trimestre de l'année prochaine, reflétant une situation plus favorable que lors de l'exercice de prévision précédent.

**Tableau 4 Prévisions d'inflation**

*(en taux de variation annuel)*

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

Source: BCL.

Les risques liés à ce scénario central sont essentiellement en rapport avec le prix du pétrole. Ce dernier avait récemment connu une flambée en raison des répercussions possibles du conflit avec l'Irak sur l'approvisionnement de cette matière première. Bien que la prime de guerre, chiffrée par certains économistes à 3-4\$/bl, se soit récemment dissipée, il se peut qu'elle ressurgisse si l'Irak s'oppose à nouveau au contrôle de ses sites par les inspecteurs des Nations Unies. Les conséquences d'une guerre sur le prix du pétrole sont quasiment impossibles à prévoir, mais elles dépendent probablement de la durée d'un tel événement. Un conflit armé de courte durée sans conséquence sur l'approvisionnement impliquera probablement une hausse subite et importante du cours (identique à celle observée lors de la guerre du Golfe), suivie d'un fléchissement de même ampleur. Une opération plus longue irait vraisemblablement de pair avec un prix du pétrole qui persisterait à un niveau très élevé. Il va de

soi qu'un tel scénario impliquerait une révision à la hausse des prévisions d'inflation, sans négliger l'effet que cela engendrerait pour l'activité économique en général.

Dans nos prévisions, nous avons également incorporé un 'effet janvier' pour tenir compte des hausses de prix qui ont généralement lieu au cours de ce mois. Il s'agit des hausses de prix administrés, de tarifs publics et de prix d'autres services. La récente décision d'une hausse des tarifs des transports publics en est une illustration, ayant pour résultat de pousser à la hausse la contribution de cette catégorie de prix à l'inflation générale pour l'année entière en raison de la persistance des augmentations de prix des services.

#### 1.2.1.2 Prix à la production industrielle et construction

Le prix du pétrole a connu un important mouvement à la hausse au troisième trimestre après être passé sous la

barre des 25\$/bl en juin. Sous l'influence d'une accentuation des tensions politiques au Moyen-Orient, avec un risque croissant d'une guerre contre l'Irak, deuxième réserve mondiale de pétrole, et en l'absence d'une augmentation des quotas de production par l'OPEP, le prix du Brent a graduellement augmenté pour

s'établir en moyenne au-dessus de 28\$/bl en septembre et octobre. Par la suite, la prime de guerre, que certains observateurs de marché avaient chiffré à 3-4\$/bl, s'est au fur et à mesure dissipée avec l'apaisement des tensions politiques et, début novembre, le prix s'était à nouveau replié en dessous des 25\$/bl.

**Tableau 5 Prix à la production industrielle et autres indicateurs de coûts**

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

	2000	2001	2001-T4	2002-T1	2002-T2	juil. 02	août 02	2002-T3
Ensemble des produits industriels	4,8	1,1	-0,8	-1,1	0,3	1,0	0,1	na
Biens intermédiaires	5,5	0,4	-1,2	-1,7	0,3	1,2	0,2	na
Biens d'équipement	3,3	1,8	0,3	-0,1	0,3	0,3	-0,4	na
Biens de consommation	3,2	3,6	-0,1	0,3	0,5	0,5	0,0	na
Prix du pétrole en euro	84,1	-11,5	-23,7	11,8	13,1	2,8	3,8	0,0
Prix à la construction <sup>10</sup>	3,1	4,2	0,4	0,8	0,8	na	na	na

Source: STATEC, BCE

L'accélération des prix à la production industrielle amorcée au deuxième trimestre 2002 s'est poursuivie en juillet et août. Elle s'est même accentuée avec une progression importante de 1% sur base mensuelle en juillet. Comme au deuxième trimestre, l'augmentation des prix se répartit sur toutes les catégories de biens, hormis pour les biens d'équipement au mois d'août; elle a été particulièrement importante pour les biens intermédiaires, catégorie de biens la plus sensible au cycle conjoncturel. D'une part, cette hausse des prix pourrait traduire la hausse des coûts, en l'occurrence une hausse continue du prix du pétrole depuis le mois de juin, mais d'autre part, elle pourrait également témoigner d'un raffermissement de la conjoncture dans l'industrie au deuxième trimestre. Dès lors, la progression des prix à la production industrielle devrait être moins importante au cours des prochains mois: le prix du pétrole a en effet récemment baissé, et la situation conjoncturelle dans l'industrie se sera probablement stabilisée au troisième trimestre.

## 1.2.2 Industrie

La production par jour ouvrable dans l'industrie avait connu un renversement de sa tendance au deuxième trimestre. En effet, après plusieurs trimestres de baisses consécutives, et en dépit de la mauvaise conjoncture dans la zone euro, elle avait progressé de 5,9% sur base trimestrielle selon les données désaisonnalisées du STATEC. Sur base annuelle, on relève que, pour les huit premiers mois de l'année, la production s'est établie en moyenne à peu près au niveau de l'année précédente. L'industrie présente en revanche des évolutions divergentes en ce sens que la production par jour ouvrable a encore progressé de 1,2% sur base annuelle pendant les huit premiers mois de l'année dans toutes les branches à l'exception de la sidérurgie. Celle-ci étant, en effet, exposée à la demande internationale, elle est donc tributaire du manque de dynamisme économique dans la plupart des régions du monde.

<sup>10</sup> Les prix sont recensés sur base semestrielle. Les niveaux trimestriels ont été obtenus via interpolation.

Tableau 6 Indicateurs relatifs à l'industrie

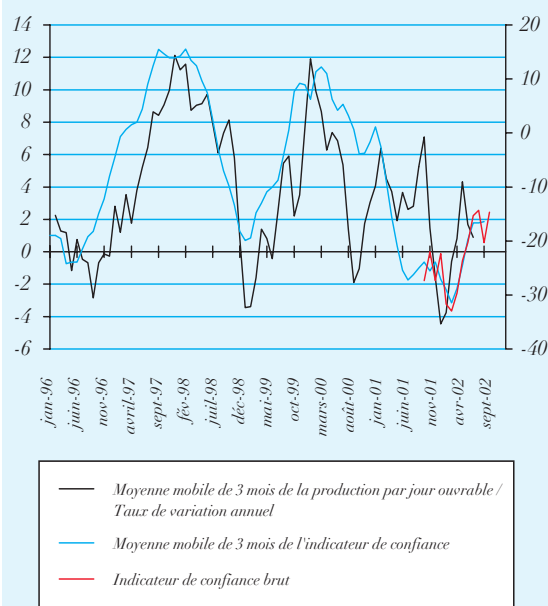
(en taux de variation annuel)

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

Source: STATEC

Au troisième trimestre, la situation se sera probablement stabilisée. En effet, d'une part la demande dans la zone euro ne s'est pas améliorée de manière significative, et d'autre part, le sentiment de confiance des chefs d'entreprises, en amélioration de mars à août, a subi une dégradation en septembre. En octobre, l'indicateur est remonté à son niveau d'août. Alors que les problèmes géopolitiques ont probablement exercé un impact sur le comportement des chefs d'entreprises jusqu'à affecter la production, il faut aussi noter que, du côté de la demande, le carnet de commandes total, bien qu'ayant commencé à se remplir depuis avril, demeure relativement peu garni. Les enquêtes trimestrielles de conjoncture du mois d'octobre confirment d'ailleurs l'absence de demande, facteur principal gênant la production. Par conséquent, la durée de production assurée a aussi légèrement fléchi au dernier trimestre, de 3,1 mois à 3 mois. En revanche, le degré d'utilisation des capacités de production s'est redressé de manière surprenante après plusieurs trimestres de baisses consécutives. A l'instar des enquêtes statistiques, les chefs d'entreprises dans la sidérurgie sont relativement plus pessimistes que leurs homologues des autres secteurs en raison d'une demande comparativement plus faible.

GRAPHIQUE 14  
INDICATEUR DE CONFIANCE ET PRODUCTION INDUSTRIELLE<sup>11</sup>



Source: STATEC, calculs BCL

<sup>11</sup> Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.



### 1.2.3 Construction

L'activité économique dans le secteur de la construction avait échappé jusqu'au deuxième trimestre à la détérioration générale du climat conjoncturel. Par contre, au troisième trimestre, la situation semble s'être quelque peu dégradée courant juillet et août, faisant état d'un chiffre d'affaires et d'une production en nette baisse par rapport à la même période de l'année pré-

cédente. Tant le génie civil que le bâtiment seraient affectés. Les résultats de ces deux derniers mois sont par contre à relativiser. Ils pourraient d'une part être affectés par un décalage des congés collectifs d'été. D'autre part, il est possible que les mauvaises conditions météorologiques du mois de juillet aient affecté la production. De plus, certaines entreprises envoyant leurs formulaires en retard, il n'est pas certain que l'échantillon pour le mois d'août ait été complet.

Tableau 7 *Production par jour ouvrable*

*(en taux de variation annuel)*

	1999	2000	2001	2002-8m	2001-T3	2001-T4	2002-T1	2002-T2	juil. 2002	août 2002
Construction	3,8	4,4	4,4	6,7	8,4	10,0	9,6	10,7	-6,5	-9,0
Génie civil	11,3	3,2	-4,0	7,2	0,7	8,2	13,3	10,4	-9,1	-10,3
Bâtiment	-3,0	5,6	13,0	6,2	16,5	11,7	6,7	11,0	-4,2	-8,0

Source: STATEC

Il est clair que la branche du bâtiment réagit avec retard à une dégradation de l'environnement économique général. Elle a jusque-là su profiter d'un manque de logements au Luxembourg. Avec le recul de l'activité économique et la stagnation de l'emploi, il est probable que la situation sur ce segment du marché s'apaise dans le futur proche. Telle est en tout cas la situation sur le segment des bureaux, où l'on a récemment observé des baisses de loyers. Dès lors, il n'est pas à exclure que la branche du bâtiment va aussi être affectée par le ralentissement économique général. Les travaux du génie civil dépendent essentiellement des travaux d'infrastructure de l'Etat, et de ce fait, ces activités devraient bénéficier des plans d'investissements importants prévus pour 2003.

### 1.2.4 Commerce et autres secteurs

Les indicateurs conjoncturels relatifs au commerce n'affichent certes pas des progressions importantes, mais le chiffre d'affaires en valeur pour le commerce total au premier semestre s'inscrit encore en hausse comparé à la même période de l'année précédente.

Seul le commerce de gros affiche une variation négative, probablement parce qu'il dépend en partie de la conjoncture dans la Grande Région et n'est pas uniquement orienté vers les ménages. L'hôtellerie et les restaurants répliquent globalement la performance de il y a un an, tandis que le commerce de détail ainsi que le commerce et la réparation automobile semblent même connaître une accélération de leurs ventes. Il est vrai que les immatriculations de voitures progressent encore, et ceci en dépit de plusieurs années de croissance. Ces indicateurs laissent a priori conclure que la consommation privée est restée soutenue pendant la première moitié de l'année. Des facteurs tels que la réforme fiscale sur le revenu des ménages, l'évolution de l'emploi et les hausses du salaire réel en 2002 semblent supporter cette croissance. En revanche, il n'est pas à exclure que la précarité croissante sur le marché de l'emploi, la chute des marchés boursiers et les problèmes géopolitiques aient créé un climat d'incertitude qui ait affecté le comportement des ménages et que ces derniers aient aussi augmenté leur taux d'épargne.

**Tableau 8 Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures**

(en taux de variation annuel)

	1999	2000	2001	2001-T2	2001-T3	2001-T4	2002-T1	2002-T2	2002-T3
Commerce total	2,1	8,3	0,5	-0,6	8,7	-4,3	0,5	0,7	na
Commerce de détail	1,3	1,0	3,3	1,1	3,9	6,0	4,8	5,5	na
Commerce et réparation automobile	5,4	6,3	0,3	0,9	2,6	-1,5	2,3	4,5	na
Commerce de gros	1,4	11,7	-0,4	-1,6	12,0	-8,9	-1,6	-2,3	na
Hôtels et restaurants	1,0	1,9	1,3	2,7	-1,6	2,1	0,9	-1,4	na
Immatriculations de voitures	12,8	3,2	2,0	-6,0	8,6	8,3	1,8	7,1	-3,1

Source: STATEC

Des indicateurs à court terme, basés sur les déclarations TVA des entreprises, semblent indiquer un ralentissement net en 2002 dans d'autres secteurs de l'économie. Ainsi, selon le STATEC, le chiffre d'affaires pour les cinq premiers mois de l'année serait en baisse par rapport à la même période de l'année précédente dans le transport (-1,7%), les communications (-29,8%), l'immobilier, la location, l'informatique, la recherche et le

développement (-1,6%), et les services fournis principalement aux entreprises (-8,1%). Ces secteurs constituent plutôt des branches «dépendantes» en ce sens que leurs activités sont fonction, hormis de l'activité dans la Grande Région, de celles des secteurs phares de l'économie luxembourgeoise, à savoir l'industrie et le secteur bancaire. Dès lors, une baisse de leur chiffre d'affaires témoigne aussi de la fragilité dans ces deux branches.

### La révision des chiffres de la comptabilité nationale

La récente révision des chiffres de la comptabilité nationale pour les années antérieures à 2001 a suscité une longue discussion sur son contenu, ses raisons, ainsi que ses conséquences pour une appréciation appropriée de l'évolution économique de 2001 mais aussi de l'année en cours. L'impact de la révision sur la perception de l'année 2002 est traitée dans la partie sur les prévisions macroéconomiques. Bien que la révision porte sur les années 1995 à 2001, cet encadré se limite aux révisions des années 2000 et 2001.

On essayera:

- d'identifier quelques aspects pertinents de la révision mais qui, pour des raisons inexplicables, ont échappé jusqu'ici à la discussion et
- de vérifier si l'interprétation économique de certains aspects de la révision est valable.

#### Impact de la révision sur la croissance du PIB

L'aspect le plus frappant de la révision a été la correction à la baisse du taux de croissance du PIB réel en 2001 de 3,5% à 1,0%. Cette baisse de 2,5 points de pourcentage (p. p.) serait explicable par une meilleure couverture statistique des activités économiques en 2001, notamment en ce qui concerne le dernier trimestre et, plus précisément, par l'évolution du secteur financier au cours de ce dernier trimestre.

Pourtant, un regard jeté sur les chiffres du PIB réel révèle tout autre chose: la révision du taux de croissance en 2001 ne résulte que très partiellement d'une révision du PIB de l'année 2001. En fait, le PIB de 2001 n'a été révisé à la baisse que de 0,5 p. p. et n'est donc responsable que d'1/5 de la révision du taux de croissance. Par définition, le niveau de la productivité du travail en 2001 n'est donc également révisé que de -0,5%.

L'impact majeur sur la croissance en 2001 résulte plutôt d'une révision à la hausse des chiffres pour l'année 2000. Le PIB de l'année 2000 a en fait été révisé à la hausse de 1,9 p. p. Cette correction du niveau du

PIB réduit la différence entre les niveaux de 2000 et de 2001 et explique les 4/5 de la révision du taux de croissance en 2001. L'étendue de la révision du PIB de 2000 a, à elle seule, mené à une réduction de la croissance en 2001 de 3,5% à 1,6%. Le fait que les chiffres de 2000 aient été modifiés avec une telle ampleur – 21 mois après la fin de l'année – fait douter du caractère solide des chiffres publiés récemment pour 2001 et soulève la question des révisions futures auxquelles on devra s'attendre.

Le tableau suivant montre, pour chacune des années 2000 et 2001, l'impact des révisions sur la croissance des différents agrégats du PIB en 2001. Ainsi on voit par exemple que la révision du PIB de 2001 n'a entraîné qu'une baisse du taux de croissance de 3,5% à 2,9%.

**Tableau 9 Révision et croissance du PIB réel et de ses composantes<sup>12</sup>**

	Croissance en 2001 après révision	Croissance en 2001 si uniquement		Révision en (% du niveau)	
		2001 avait été révisé	2000	2000	2001
Dépense de consommation	4,7	8,7	1,8	3,8	2,8
Dépense de consommation finale des ménages	3,3	8,8	-0,7	5,3	4,1
Dépense de consommation finale des Administrations Publiques	7,5	7,4	7,9	-0,1	-0,4
Formation brute de capital	12,7	3,1	8,5	-8,4	3,8
Formation brute de capital fixe	5,9	7,1	2,2	1,2	3,6
Variation des stocks	-71,9	-71,6	-49,2	1,0	-44,7
Acquisitions moins cessions d'objets de valeur	156,6	-43,4	156,6	-200,0	0,0
Exportations de biens et de services	1,2	3,2	0,5	2,0	0,6
Exportations de biens	4,9	9,2	1,4	4,1	3,5
Exportations de services	-0,4	0,6	0,3	1,0	-0,7
Importations de biens et de services	4,5	5,8	1,4	1,2	3,1
Importations de biens	7,2	-2,5	16,1	-9,0	-7,7
Importations de services	3,0	16,4	-11,2	13,0	15,9
Produit intérieur brut	1,0	2,9	1,6	1,9	-0,5

Source: STATEC, calculs BCL

<sup>12</sup> Le tableau se lit comme suit: après révision, le taux de croissance de la dépense de consommation est estimé à 4,7% en 2001. Si la révision n'avait porté que sur le niveau de l'année 2001, le taux résultant aurait été de 8,7%. Une révision de l'année 2000 seule aurait impliqué une croissance de 1,8% en 2001. Le niveau de la dépense de consommation a été révisé à la hausse sur les deux années, et la révision a été plus forte en 2000 qu'en 2001 (3,8% contre 2,8%).

### Impact de la révision sur le revenu réel de l'économie

Le PIB réel est généralement pris en compte lorsqu'il s'agit d'évaluer le niveau de vie dans une économie et la variation de celui-ci au fil du temps. Cependant, le PIB n'est pas un instrument parfaitement adapté à cette fin, puisqu'il présente un certain nombre de lacunes (négligence de la qualité de l'environnement, de l'espérance de vie, etc.). Une de ces limites réside dans le fait que si le PIB réel mesure bien la quantité de biens et services produits domestiquement, il ne mesure que partiellement la quantité de produits que les agents économiques du pays peuvent, dans le cadre des échanges internationaux, se procurer en contrepartie des exportations. En d'autres termes, si le PIB réel mesure bien la quantité des importations comme celle des exportations, il néglige la variation des prix des exportations par rapport à celle des importations (c.-à-d. des termes de l'échange). Pourtant, celle-ci a un impact sur le pouvoir d'achat et donc sur le niveau de vie des agents économiques ainsi que sur le revenu réel qui peut être réparti entre salariés et patronat pour une année précise.

La méthode de calcul du PIB «ajusté» – qui prend donc en compte l'impact des variations des termes de l'échange sur le revenu réel – a été décrite en détail dans le bulletin 2002/1 de la BCL<sup>13</sup>. Elle ne sera donc plus présentée en détail ici. La Commission européenne avait proposé cet ajustement du PIB<sup>14</sup>, et, du côté des Etats-Unis, le Bureau of Economic Analysis établit un «command-based GNP» qui est le résultat de considérations identiques.

Avant la révision, les comptes nationaux affichaient une nette «détérioration» des termes de l'échange (variation de -1,0%), la croissance du PIB ajusté avait donc été plus faible (1,6%) que celle du PIB réel (3,5%). La situation a changé avec la révision: la variation des termes de l'échange n'est désormais plus estimée qu'à -0,17% et le PIB ajusté en 2001 a augmenté de 0,7% (au lieu de 1,0% pour le PIB réel). Ceci revient à dire que la révision à la baisse de la croissance du revenu disponible de l'économie en 2001 est nettement plus faible (0,7 - 1,6 = -0,9 p. p.) que la révision de la croissance du PIB réel (-2,5 p. p.). En fait, la révision du PIB réel est partiellement compensée par une évolution plus favorable des termes de l'échange. On reviendra sur ce sujet dans le paragraphe sur la valeur ajoutée du secteur financier. En terme de niveaux, il peut sembler étonnant que le PIB ajusté soit plus élevé (d'un point de pourcentage) après qu'avant la révision. Sur base des nouveaux chiffres, on peut donc constater que l'année 2001 a été plus favorable qu'on ne le pensait avant la révision – en termes de niveaux et non en termes de croissance.

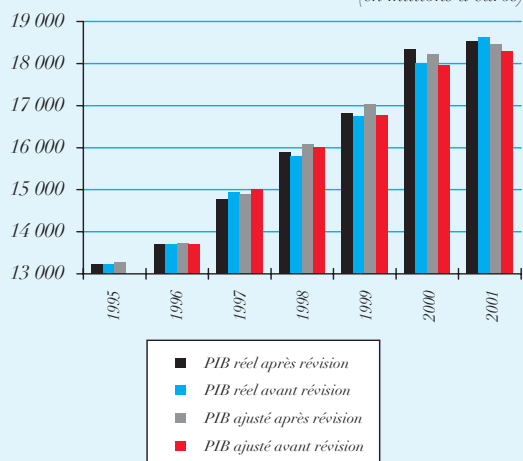
<sup>13</sup> Le document cité peut être téléchargé sous [http://www\\_bcl/html/fr/index\\_documents.html](http://www_bcl/html/fr/index_documents.html). Les explications se trouvent sur les pages 30 à 33 du document.

<sup>14</sup> European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs: Supplement A – Economic trends No. 1/2 April 2000.

### GRAPHIQUE 15

#### NIVEAU DES PIB RÉEL ET AJUSTÉ AVANT ET APRÈS LA RÉVISION

(en millions d'euros)



Source: STATEC, calculs BCL

#### Influence sur la révision du secteur financier

En ce qui concerne l'optique selon les différents secteurs économiques, on a pu lire, suite à la révision, que «la très faible croissance est surtout due à l'évolution en 2001 du secteur financier (y compris les assurances et les autres métiers y liés) dont l'activité, mesurée par la valeur ajoutée à prix constants, aurait cédé de 2,7%. Hors services financiers, la valeur ajoutée a encore progressé de quelque 4% en volume... Le secteur financier a donc été dès 2001 un frein à la croissance de l'économie luxembourgeoise.<sup>15</sup>» Ce postulat est statistiquement vérifiable. Pourtant, d'une part, déjà les chiffres non révisés comprenaient un recul de la valeur ajoutée brute à prix constants de ce secteur (-1,5%); un impact négatif des activités du secteur financier sur la croissance était donc déjà connu au printemps. D'autre part, d'un point de vue économique, cette interprétation n'est pas nécessairement vraie: on a vu dans le paragraphe précédent pourquoi la variation des prix doit être prise en considération pour l'interprétation des biens et services exportés et importés. La perception des seules quantités ne donne pas une image complète. En ce qui concerne la valeur ajoutée nominale (qui prend en compte l'évolution des prix) du secteur, sa croissance a non seulement été positive en 2001 (3,1%), mais elle a de plus subi une révision à la hausse de 0,7 point de pourcentage. Bien que la croissance du volume ait été révisée à la baisse, la composante «prix» a subi une révision à la hausse entraînant une augmentation de la croissance de la valeur ajoutée nominale du secteur.

Ceci revient à dire que si les banques ont vendu moins d'unités, elles ont quand même vendu l'unité plus cher. Sachant qu'une partie de la production bancaire est exportée (les prix à la vente équivalant donc à des prix à l'exportation), la contribution du secteur au revenu réel de l'économie ou encore au PIB ajusté devrait être beaucoup moins négative que le PIB réel non ajusté peut inciter à penser. A noter que le niveau de la valeur ajoutée brute à prix constants du secteur a été révisé à la hausse de 23,6% en 2001<sup>16</sup>. Suite à la révision, le

<sup>15</sup> Note de conjoncture n° 3/2002 du STATEC, page 4.

<sup>16</sup> En moyenne entre les années 1995 et 2001, la valeur ajoutée brute à prix constants a été révisée à la hausse de 24,5%. A cette augmentation correspond une révision analogue des SIFIM (services d'intermédiation financière indirectement mesurée) qui, étant traités comme une consommation intermédiaire des différents secteurs de l'économie, sont déduits de la somme de la totalité des autres secteurs afin d'obtenir ainsi la valeur ajoutée totale de l'économie. Ceci explique pourquoi une révision tellement importante du secteur des services financiers n'engendre pas une révision correspondante de la valeur ajoutée totale.

poids relatif du secteur des services financiers atteint désormais 27,6% au lieu de 23,4% avant la révision, ce qui accentue davantage encore l'importance d'un secteur duquel l'économie nationale dépend dans une large mesure.

**Tableau 10 Valeur ajoutée brute dans le secteur financier: révision et croissance**

(prix courants)

	Nouveaux chiffres, taux de variation à prix courants		Révisions des taux de variation (en p. p.)	
	2000	2001	2000	2001
Services financiers	2,3	3,1	-7,9	0,7
Intermédiation financière	0,8	4,9	-8,7	0,0
Assurance	-33,3	6,2	-10,5	-0,2
Auxiliaires financiers et d'assurance	18,8	-8,2	-0,7	1,9

Source: STATEC, calculs BCL

**Tableau 11 Valeur ajoutée brute dans le secteur financier: révision et croissance**

(prix constants)

	Nouveaux chiffres, taux de variation à prix constants		Révisions des taux de variation (en p. p.)	
	2000	2001	2000	2001
Services financiers	9,4	-2,7	0,9	-1,2
Intermédiation financière	10,8	-1,9	0,6	-1,2
Assurance	-17,9	-33,3	2,1	-23,5
Auxiliaires financiers et d'assurance	3,0	-5,4	-0,6	-0,5

Source: STATEC, calculs BCL

### Impact des révisions sur la demande domestique

Un dernier point traité dans cette partie – il y en aurait d'autres – concerne la révision de la demande domestique. La cause majeure aurait été, selon la discussion publique, une modification des chiffres relatifs aux exportations et, plus précisément, aux exportations de services. Pourtant, la contribution de la demande domestique à la croissance du PIB a subi une révision plus importante (2,1 p. p.) que les exportations de services (-1,9 p. p.). En allant plus dans le détail, on constate que la source de ce phénomène réside dans un poste généralement peu signifiant, à savoir les «Acquisitions moins cessions d'objets de valeur». D'une contribution négative (-0,5 p. p.) avant la révision, ce poste passe à une contribution positive de 2,3 p. p.! En observant les niveaux, on arrive à la conclusion que tandis que le chiffre pour 2001 est resté inchangé (137,2 millions d'euros à prix constants de l'année précédente), celui pour l'année 2000 a tout simplement changé de signe pour passer de +242,3 à -242,3 millions d'euros! D'où la croissance importante de cet agrégat

et sa contribution extrêmement élevée à la progression du PIB. Le fait que la croissance économique en 2001 n'ait pas été révisée à la hausse suite à ce changement provient d'une augmentation du niveau des importations en 2001. Leur révision correspond à -2,4 p. p. du PIB. Il semble frappant que l'effet sur la croissance économique d'une révision du niveau d'un sous-agrégat du PIB en 2000 soit neutralisé par une augmentation d'un autre sous-agrégat en 2001.

### 1.2.5 Perspectives pour l'économie luxembourgeoise

La situation macroéconomique générale au Luxembourg n'a évolué que très peu depuis la publication de notre bulletin trimestriel 2002/3 en septembre. Les indicateurs conjoncturels publiés par le STATEC ne font que confirmer le ralentissement, voire la stagnation de l'économie luxembourgeoise. Le seul changement qui a eu lieu est la révision importante des comptes nationaux qui ne chiffrent la croissance du PIB en 2001 qu'à 1%. Dès lors, ceci implique que, compte tenu de l'évolution dans les différents secteurs, le Luxembourg va connaître en 2002, au mieux, une deuxième année de très faible croissance. Il n'est notamment pas à exclure que l'économie ait pu connaître un recul de son activité en 2002. Bien que le lien entre les indicateurs conjoncturels tels que la production ou le chiffre d'affaires et les comptes nationaux n'est pas évident à faire en raison des mesures et des concepts différents, le scénario le plus probable est que le Luxembourg connaîtra en 2002 le taux de croissance du PIB le plus faible depuis la compilation des comptes nationaux. De plus, le ralentissement en 2001-2002 pourrait être encore plus sévère qu'il ne l'a été lors des années de récession en Europe (1992-1993). La Commission européenne ne prévoit en tout cas qu'une croissance de 0,1% en 2002 et de 2% en 2003.

En nous basant sur l'optique production du PIB, on devrait probablement observer pour toutes les branches une décélération, voire une baisse, de leur valeur ajoutée brute en 2002. Compte tenu de l'évolution des indicateurs à court terme, décrite ci-dessus, l'industrie connaîtra probablement une stabilisation de sa production par rapport à 2001, et l'expansion de

la construction sera probablement inférieure à celle réalisée en 2001. Le secteur public, dont le calcul de la valeur ajoutée brute est largement basé sur les salaires, devrait également encore connaître une progression positive en 2002. Par contre, pour les autres secteurs, comme le secteur bancaire, le transport et les communications, les services fournis aux autres entreprises, on recense généralement une baisse du chiffre d'affaires en 2002 par rapport à 2001. Alors que l'économie luxembourgeoise hors services financiers a encore progressé de 3,8% en 2001, elle connaîtra, elle aussi, une décélération en 2002.

Ces indicateurs se réfèrent tous à des concepts à prix courants, en valeur, alors que généralement on analyse l'évolution du PIB réel, mesure qui fait abstraction de l'évolution des prix. La séparation d'un concept exprimé en valeur en une composante «volume» et une composante «prix» n'est pas évidente a priori et constitue un exercice souvent arbitraire, et principalement pour les services. Il se peut ainsi que les prix aient baissé dans une phase de ralentissement conjoncturel – on réduit par exemple les prix pour maintenir un certain niveau d'activité – mais il serait étonnant qu'une baisse des prix plus importante qu'une baisse de la VAB en valeur induise une hausse de la VAB en réel, et donc aussi une hausse du PIB réel<sup>17</sup>. Des problèmes méthodologiques existent pour chiffrer la croissance du PIB en 2002, mais le scénario le plus probable est celui d'une très faible croissance, voire d'une baisse en 2002. Compte tenu de l'incertitude dont sont entachés les comptes nationaux, et dont témoignent entre autres les révisions rétroactives importantes, il est difficile de quantifier la croissance du PIB sur base des indicateurs disponibles<sup>18</sup>, mais il semble que l'écart

17 La situation inverse s'est par exemple présentée dans la branche de l'intermédiation financière, comptant pour près d'un quart de la valeur ajoutée brute (VAB) totale, en 2001. La VAB nominale a notamment augmenté de 4,9%, mais les prix ont progressé davantage (+6,9%), entraînant par là une baisse de la VAB réelle et un impact négatif sur le PIB réel.

18 D'autant plus que les comptes nationaux trimestriels font encore défaut au Luxembourg.

entre une croissance positive et négative pour 2002 soit minime.

Pour le moyen terme, la démarche des conjoncturistes est généralement différente et se penche davantage sur l'optique « dépenses » du PIB pour les projections. Dans cette approche, les hypothèses sur le développement de nos partenaires commerciaux sont primordiales. Le scénario international cité est souvent celui d'une reprise graduelle du commerce international et des demandes des économies principales vers la fin 2003. La Commission européenne prévoit ainsi une croissance du PIB dans la zone euro de 1,8% en 2003 contre 0,8% en 2002. Compte tenu de son ouverture et de ses activités dépendantes de la demande internationale, l'économie luxembourgeoise devrait également retrouver le chemin de la croissance en 2003. Du point de vue de la demande domestique, la consommation publique et la consommation privée devraient aussi connaître une croissance soutenue l'année prochaine. La formation brute de capital fixe sera influencée positivement par les plans d'investissement du gouvernement central. L'investissement privé non résidentiel devrait, par contre, au mieux rester stable, compte tenu de son expansion dans le passé et de l'incertitude présente actuellement, et probablement encore en début 2003, dans l'économie mondiale. D'une part, les capacités de production sont encore relativement abondantes et d'autre part, les données géopolitiques pourraient changer d'un jour à l'autre. Pour ces mêmes raisons, la reprise de la croissance ne se fait que lentement, et, le profil étant probablement très plat, il n'est actuellement pas possible de prévoir quand un processus de croissance accélérée se mettra en place. Le taux de croissance du PIB au Luxembourg ne devrait également pas être très élevé en moyenne, ce qui confirmerait donc les prévisions récentes de la Commission européenne.

Une activité économique au ralenti implique évidemment que la décélération de l'emploi, observée depuis fin 2001, devrait se poursuivre jusqu'au début de l'année 2003. En effet, les entreprises essaieront vraisemblablement de rétablir leurs marges de profit qui auront probablement baissé sévèrement pour la deuxième année consécutive en 2002. Une telle mesure passerait évidemment par un arrêt des embauches ainsi que par des accords salariaux plus modérés. Par conséquent, la progression du taux de chômage ne devrait pas s'interrompre dans un avenir proche.

## 1.2.6 Marché du travail

### • L'emploi

Les trois premiers trimestres de cette année ont été caractérisés par un ralentissement de la croissance de chacun des agrégats majeurs de l'emploi.

Du côté de l'emploi salarié, le ralentissement a été significatif car le taux de croissance de l'emploi salarié en variation annuelle est passé de 4,5% à 2,9% de janvier à septembre 2002. Il était passé de 6,8% à 5,6% durant la même période de l'année dernière. Cette décélération est principalement attribuable à un effet de base: l'emploi salarié avait déjà connu une décélération dès le début de l'année 2001, qui s'est intensifiée à partir de juillet 2001, ce qui accentua fortement le ralentissement de l'emploi salarié au cours des trois premiers trimestres de l'année en cours.

La variation mensuelle de l'emploi salarié permet d'évaluer la dynamique actuelle avec plus de précision car elle est influencée par les mouvements conjoncturels de court terme. On constate, de janvier à septembre 2002, un taux de croissance de l'emploi salarié en variation mensuelle, qui suit globalement son mouvement saisonnier habituel, mais à un niveau inférieur à celui enregistré l'année passée (exception faite de juillet 2002). Ceci est révélateur de l'impact négatif retardé de l'essoufflement de la conjoncture en 2001 sur l'emploi en 2002.

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

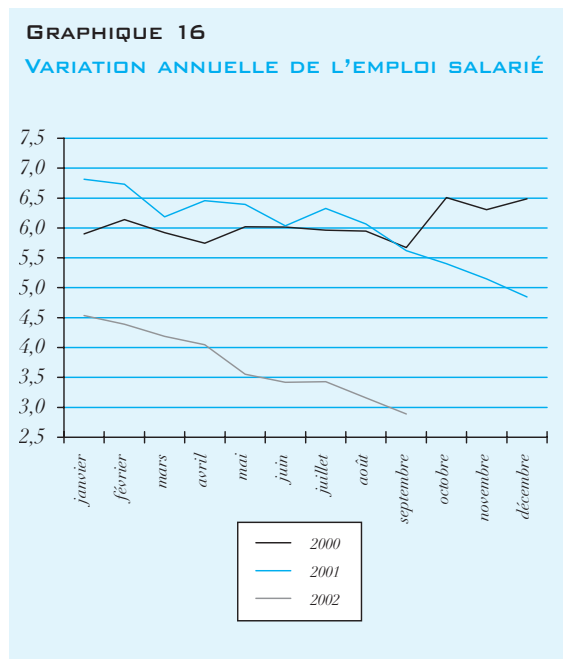
Du côté de l'emploi frontalier, la décélération est encore plus significative car le taux de croissance de l'emploi frontalier en variation annuelle est passé de 10,8% en septembre 2001 à 5,0% douze mois plus tard. Compte tenu du moindre ralentissement de l'emploi national par rapport à celui de l'emploi frontalier, la part relative des frontaliers qui occupent les nouveaux emplois a diminué (les frontaliers occupaient 69% des nouveaux emplois en septembre 2001 contre 65% en septembre 2002). Ainsi, parmi les 7 632 créations nettes d'emploi en septembre 2002, 4 976 concernent des frontaliers.

Dans le contexte d'essoufflement de la conjoncture en 2001, le rythme de croissance des créations nettes d'emplois a décéléré tout au long de l'année 2001 pour devenir négatif au dernier trimestre de cette même année. La baisse du nombre d'emplois nets créés s'est poursuivie au cours des trois premiers trimestres 2002, en l'absence d'une reprise de la croissance de l'activité

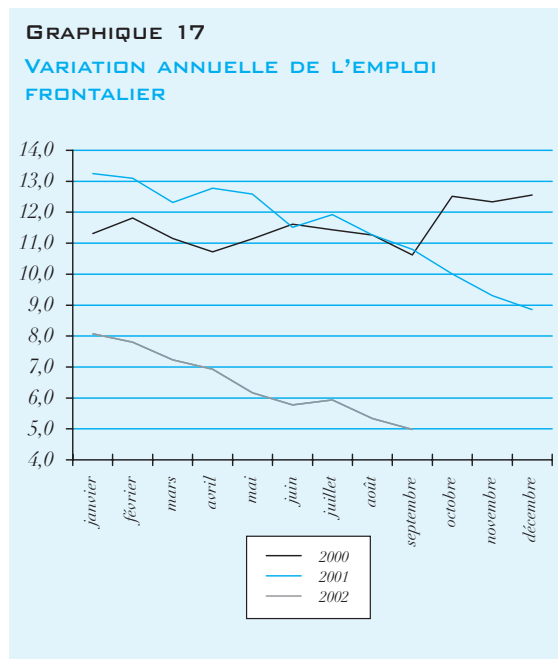


économique. En septembre 2002, les créations nettes d'emploi ont diminué de 45,6% en variation annuelle,

alors qu'elles avaient encore augmenté de 4,6% douze mois plus tôt.



Source: IGSS, STATEC



Source: IGSS, STATEC

Tableau 12 Croissance annuelle (en %) de l'emploi\*

	Emploi salarié intérieur	Indépendants	Emploi total intérieur	Frontaliers entrants	Emploi national	Population active
sept.-01	5,6	0,1	5,3	10,8	2,3	2,2
oct.-01	5,4	-0,1	5,1	10,0	2,3	2,5
nov.-01	5,1	-0,1	4,8	9,3	2,3	2,5
déc.-01	4,8	0,0	4,5	8,9	2,2	2,4
jan.-02	4,5	0,1	4,3	8,1	2,1	2,4
fév.-02	4,4	-0,2	4,1	7,8	2,0	2,3
mars-02	4,2	0,0	3,9	7,2	2,1	2,3
avril-02	4,0	-0,1	3,8	6,9	2,0	2,3
mai-02	3,6	0,0	3,3	6,2	1,7	2,1
juin-02	3,4	0,1	3,2	5,8	1,7	2,0
juil.-02	3,4	0,0	3,2	5,9	1,6	2,1
août-02	3,2	0,1	3,0	5,3	1,6	2,0
sept.-02	2,9	0,1	2,7	5,0	1,4	1,9

Source: IGSS, STATEC, calculs BCL

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

- Le chômage

L'évolution du taux de chômage au sens «strict» continue de subir l'impact négatif du ralentissement de la conjoncture qui a débuté en 2001. Ainsi, toutes les valeurs mensuelles observées au cours des trois premiers trimestres 2002 ont été supérieures aux valeurs respectives observées au cours de la même période de l'année précédente. Le taux de chômage a atteint 3,0% en septembre 2002 contre 2,5% en septembre 2001, soit 5 922 demandeurs d'emploi inscrits à l'ADEM en septembre 2002 contre 4 832 en septembre 2001.

Le taux de chômage au sens «strict» suit habituellement un mouvement saisonnier à la baisse de janvier à juin, mais cette année il a connu une stabilisation d'avril à mai, à hauteur de 2,7%, et il n'a que légèrement baissé en juin, pour atteindre 2,6%. Puis, le taux de chômage a augmenté de juin à septembre, ce qui correspond encore à son comportement habituel en cette période de l'année. Pourtant, cette augmentation a été plus marquée que pour les années précédentes, ce qui accrédirait la thèse d'une augmentation cyclique combinée au mouvement saisonnier habituellement observé. En effet, cette augmentation cyclique est en partie due au délai d'adaptation du marché du travail à l'activité économique ainsi qu'à l'augmentation substantielle du taux de chômage des jeunes de moins de 26 ans. La ventilation du nombre de chômeurs par tranche d'âge révèle que la part des jeunes chômeurs âgés de moins de 26 ans a augmenté de 33,6% en variation annuelle en septembre 2002, alors que celle des personnes âgées de 26 à 60 ans n'a augmenté que de 19,7% en septembre 2002 (la part de ces deux tranches d'âge avait diminué respectivement de 3,2% et 1,3% en glissement annuel en septembre 2001).

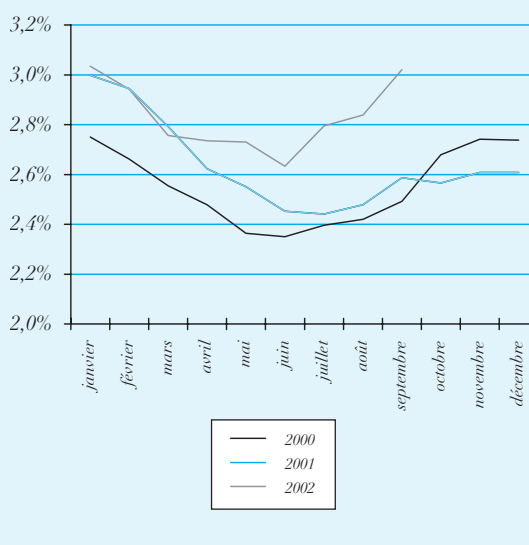
Le taux de chômage au sens «large», enregistré au cours des trois premiers trimestres de l'année 2002, a dépassé, pour chaque mois observé, le taux de chômage enregistré l'année précédente à la même période. Il s'élève désormais à 4,3%, alors qu'il n'atteignait que 3,6% douze mois auparavant. L'écart entre le taux de chômage au sens «strict» et au sens «large» continue de se creuser: alors que le premier a augmenté de 0,5 point de pourcentage, le second a connu une augmentation de 0,7 point de pourcentage entre septembre 2001 et septembre 2002.

Ceci s'explique en partie par la hausse du taux de chômage au sens «strict» observée depuis le début de

l'année, combinée à un allongement de la durée moyenne du chômage. Cet allongement est surtout significatif pour les personnes au chômage entre 1 et 12 mois et contribue à augmenter le recours aux mesures spéciales pour l'emploi. En septembre 2002, 2 503 personnes bénéficiaient de ces mesures spéciales, ce qui correspond à une hausse de 396 personnes par rapport à septembre 2001 (soit une hausse de 18,8% en glissement annuel en septembre 2002).

Dans une optique prospective, si la reprise de la conjoncture économique ne se confirme pas dans les mois à venir, alors les indicateurs du chômage (et de manière analogue, ceux de l'emploi) risquent de continuer à se dégrader pendant encore plusieurs mois toujours en raison de leur réaction retardée par rapport à la conjoncture économique.

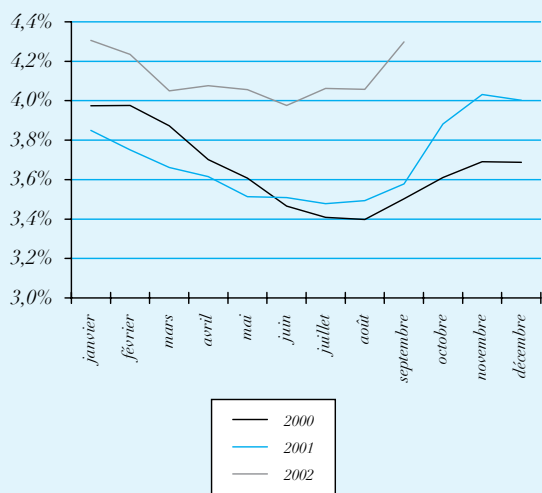
**GRAPHIQUE 18**  
EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE AU SENS «STRICT»



Source: ADEM, IGSS et STATEC

GRAPHIQUE 19

EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE AU SENS «LARGE»



Source: ADEM, IGSS et STATEC

• Le coût du travail

Alors que la progression du coût salarial moyen s'est accélérée tout au long de l'année 2001, en grande partie à cause de l'arrivée à terme d'une tranche indiciaire, elle connaît une décélération depuis le début de l'année 2002. Le rythme de croissance du coût salarial moyen est passé de 3,5% à 0,3% en glissement annuel de janvier à mai 2002, d'où une progression du coût salarial de seulement 2,7% en moyenne au cours des cinq premiers mois de l'année 2002 (contre 5,5% en 2001 pendant la même période).

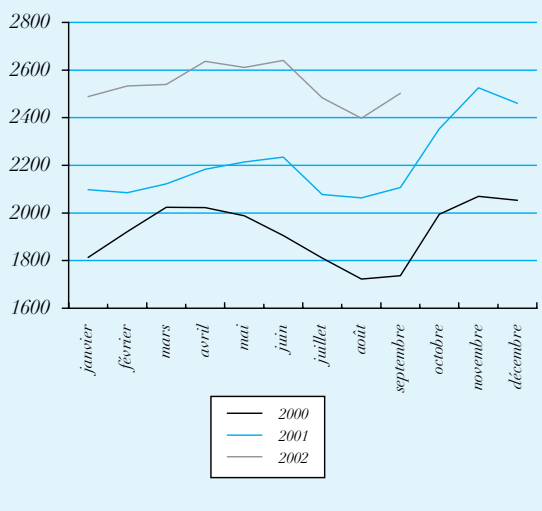
Cette décélération est principalement attribuable à un effet de base caractérisé par le fait que contrairement à l'année précédente, où deux tranches indiciaires s'étaient superposées, une seule est venue à échéance en juin 2002. De plus, compte tenu du fait qu'une grande partie des primes et gratifications de 2001 n'ont été versées qu'au mois de janvier 2002, le retournement de la conjoncture en 2001 a aussi été un facteur qui a contribué à la modération salariale au début de l'année 2002; cet effet pourrait bien se poursuivre en 2003 en l'absence d'une reprise de la croissance économique.

L'augmentation du salaire social minimum (SSM) fait partie d'une série de projets de loi qui ont été adoptés par le Conseil de Gouvernement et que le Ministre du Travail aimerait voir soumis au vote de la Chambre des Députés d'ici à la fin de la législation actuelle. La loi réserve au législateur la tâche de fixer l'augmentation du salaire social minimum en fonction du développement de l'activité économique. Ainsi, afin d'assurer aux salariés une participation au développement économique du pays, le Conseil de Gouvernement est tenu de soumettre tous les deux ans à la Chambre des Députés, un rapport accompagné, le cas échéant, d'un projet de relèvement du salaire social minimum. Dans ce cadre, le salaire social minimum sera augmenté à partir du premier janvier 2003. Le taux d'augmentation n'a pas encore été rendu public par le Gouvernement. Pourtant, le fait que les pensions ainsi que le revenu minimum garanti (RMG) seront augmentés de 3,5% le 1<sup>er</sup> janvier 2003 fait penser que la variation du SSM pourrait bien être du même ordre de grandeur.

Le nouvel accord salarial qui a été signé le 18 octobre dernier dans le secteur de la santé, octroie une augmentation linéaire des salaires de 1,6% par an de 2002 à 2004 inclus. Il concerne au total plus de 5 000 salariés de ce secteur d'activité.

GRAPHIQUE 20

EVOLUTION DU NOMBRE DE MESURES SPÉCIALES POUR L'EMPLOI



Source: ADEM

## 1.2.7 Le secteur financier

### 1.2.7.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

Le processus de concentration qui a marqué le paysage bancaire luxembourgeois au cours des deux dernières années s'est confirmé au cours des trois derniers mois sous revue se soldant ainsi par une réduction nette du nombre des établissements de crédit de 4 unités entre le 1<sup>er</sup> août et le 1<sup>er</sup> novembre 2002. Par ordre chronologique on dénombre les événements suivants:

- la fusion de la Banque Ferrier Lullin (Luxembourg) S.A. avec la UBS (Luxembourg) S.A. (31 août 2002),
- la fermeture de la SanPaolo IMI SpA, succursale de Luxembourg (30 septembre 2002),
- le changement en statut de professionnel du secteur financier (PSF) de la Prudential-Bache International Bank, London (Angleterre), succursale de Luxembourg (30 octobre 2002),
- la fusion de la Dexia Nordic Private Bank Luxembourg S.A. avec la Dexia Banque Internationale à Luxembourg (1<sup>er</sup> novembre 2002).

Au 13 novembre 2002, le nombre des établissements de crédit établis au Luxembourg s'élevait en conséquence à 180 unités, soit une diminution nette de 9 unités par rapport au 31 décembre 2001.

Le mouvement de concentration, qui s'était quelque peu atténué au cours des mois d'été de l'année en cours s'intensifie donc à nouveau. De plus, la transformation d'un établissement de crédit en professionnel du secteur financier ainsi que la fermeture de deux autres établissements s'annoncent d'ici à la fin de l'année. En l'absence de nouvelles créations bancaires, le nombre des établissements de crédit luxembourgeois tombera probablement sous la barre des 180 unités en fin d'année, soit quelque 10 unités de moins qu'au 31 décembre 2001. Cette réduction, bien qu'importante, est plus favorable que la baisse de 13 unités observée en 2001.

### 1.2.7.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

Au 30 septembre 2002, la somme des bilans des institutions financières monétaires (IFM) s'élevait à 770 969 millions d'euros contre 777 973 au 31 août 2002, soit une baisse de 0,9%. Par rapport au 30 juin 2002,

période à laquelle la somme des bilans s'élevait à 797 843 millions d'euros, celle-ci affiche une baisse de 3,4%. Néanmoins, si l'on considère son évolution sur la période des douze derniers mois, c'est-à-dire de septembre 2001 à septembre 2002, la somme des bilans progresse de 0,5%.

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

Sous l'impulsion du ralentissement conjoncturel et de la baisse des marchés financiers observés au Luxembourg comme dans la zone euro, l'activité des établissements de crédit luxembourgeois, mesurée par la somme des bilans, a chuté de 6,2% depuis le début de l'année en cours. De plus, depuis le mois d'avril 2002, la tendance à la baisse observée sur base mensuelle est persistante et nettement plus accentuée puisque le volume des activités bilantaires a diminué de 7,2% entre le 30 avril et le 30 septembre 2002. Toutefois, la somme des bilans sur les neuf premiers mois de l'année en cours s'élève en moyenne à 694 178 millions d'euros contre 678 692 millions d'euros pour la même période de l'année précédente, soit une hausse de 1,2% en glissement annuel.

Au 30 septembre 2002 la somme des bilans des banques s'élevait à 661 067 millions d'euros contre 668 847 millions d'euros au 31 août 2002, soit une baisse de 1,2%; par rapport au 30 septembre 2001, où celle-ci se chiffrait à 695 779 millions d'euros, on constate un recul de 5,0%, soit 34 712 millions d'euros.

Cette diminution s'explique par l'environnement économique défavorable, mais doit également être vue à la lumière de la diminution du nombre des établissements de crédit actifs sur la place financière: 182 au 30 septembre 2002, contre 196 au 30 septembre 2001. Dans ce contexte on notera également que la somme des bilans par banque s'élève en moyenne à 3 632 millions d'euros au 30 septembre 2002, soit une hausse de 0,2% par rapport au 30 septembre 2001 où elle s'élevait à 3 550 millions d'euros.

L'analyse des principaux postes de l'actif permet de mettre en évidence que la structure de l'actif du bilan demeure stable au cours des deux derniers mois écoulés.

Les créances sur les établissements de crédit s'élevaient à 337 570 millions d'euros au 30 septembre 2002 et sont en diminution par rapport à août 2002 et septembre 2001 de respectivement 1,2% et 2,2%. A

l'instar des créances sur les établissements de crédit, les créances sur la clientèle sont également en retrait de 2,8% par rapport au 30 septembre 2001. L'affaiblissement de la conjoncture se traduit notamment au niveau du volume des créances sur la clientèle, qui se chiffraient à 130 611 millions d'euros au 30 septembre 2002, soit une baisse de 2,8% sur base annuelle. Cette contraction n'affecte cependant pas encore le volume des crédits immobiliers consentis pour le financement d'immeubles situés au Luxembourg. En effet, avec un montant total de 706 millions d'euros de crédits immobiliers nouvellement accordés au cours du troisième trimestre de l'année en cours, la demande pour ce type de financement se maintient à un niveau élevé. Le volume total des crédits immobiliers accordés pour le financement d'immeubles situés au Luxembourg atteint 2 238 millions d'euros au cours des neuf premiers mois de l'année, soit 165 millions de plus qu'au cours des trois premiers trimestres de l'année précédente. Le tassement du volume accordé au cours du troisième trimestre, par rapport aux deux premiers

trimestres de l'année en cours, est à analyser en tenant compte de l'effet de la saisonnalité de la demande pour les crédits immobiliers. Ce recul survient au cours d'un trimestre où la demande pour le financement d'immeubles diminue traditionnellement en raison de l'approche de la période de conditions météorologiques peu propices à la construction.

Le portefeuille de titres autres que les actions se situait à 155 762 millions d'euros au 30 septembre 2002 et affiche dès lors également une diminution par rapport au mois précédent (-1,1%) et par rapport à la même date de l'année précédente (-5,8%). Ce sont avant tout les titres émis par les établissements de crédit qui ont subi une forte variation à la baisse, de respectivement 1,1% et 10,1% sur les périodes sous revue. Le portefeuille de titres émis par des administrations publiques a également subi les effets de cette baisse, mais dans de moindres mesures alors que le portefeuille de titres émis par le secteur privé a légèrement augmenté au cours des douze derniers mois.

**Tableau 13 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution**

ACTIF	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2002/09
	2001/09	2002/06	2002/09	2001/09 - 2002/09		2002/06 - 2002/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	344 750	363 163	337 570	-7 180	-2,1	-25 593	-7,0	51,1
Créances sur la clientèle	133 961	136 605	130 611	-3 350	-2,5	-5 994	-4,4	19,8
Portefeuille titres	180 128	170 838	170 916	-9 212	-5,1	78	0,0	25,9
Autres actifs	36 941	23 384	21 970	-14 971	-40,5	-1 414	-6,0	3,3
<b>TOTAL DE L'ACTIF</b>	<b>695 779</b>	<b>693 990</b>	<b>661 067</b>	<b>-34 712</b>	<b>-5,0</b>	<b>-32 923</b>	<b>-4,7</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

Les instruments du marché monétaire ont quant à eux bien résisté aux turbulences des marchés financiers. S'ils affichent un léger retrait par rapport au mois d'août 2002 (-1,1%), leur progression demeure considérable par rapport à leur situation en septembre de l'année précédente (+30,9%). Cette évolution semble confirmer le choix des banques de se replier vers des instruments financiers à connotation moins rémunératrice, mais également moins risquée.

Le portefeuille d'actions a souffert de l'évolution contraire sur les marchés financiers, en ce sens qu'il fait état d'une diminution de 1,1% par rapport à août 2002 et de 10% par rapport à septembre 2001. En revanche, le portefeuille de participations et de parts dans des entreprises liées, tout en ayant reculé de 1,1% par rapport à août 2002, affiche une progression de 4,1% par rapport à septembre 2001.

La structure du passif du bilan des établissements de crédit luxembourgeois affiche une stabilité encore plus accrue que celle observée du côté de l'actif; en effet, l'analyse des principales rubriques du passif permet de conclure que leur importance relative est restée inchangée par rapport au mois d'août 2002. Sur base annuelle on notera toutefois que le refinancement auprès de la clientèle ainsi que l'émission de titres gagnent en importance au détriment du refinancement interbancaire.

Le recul net des dettes interbancaires explique en premier lieu la régression de la somme des bilans; les dettes interbancaires ont diminué de 13 999 millions d'euros sur les trois derniers mois (-4,3%) et de 18 559 millions d'euros (-5,6%) sur les douze derniers mois. On peut penser que cette diminution a pour origine, outre le phénomène de concentration du secteur

bancaire, un besoin décroissant de refinancement des banques, compte tenu de la baisse d'activité dans ce secteur.

Les dettes envers la clientèle ont également connu une forte baisse sur le dernier trimestre, diminuant de 7 810 millions d'euros (-3,7%) alors qu'en variation annuelle celle-ci est nettement plus réduite avec 2 652 millions d'euros (soit 1,3%). L'analyse des dettes envers la clientèle non bancaire (hors administrations publiques) fait apparaître qu'en variation annuelle les dépôts à vue se sont contractés de quelque 5 000 millions d'euros en faveur des dépôts à terme qui ont augmenté d'un niveau équivalent.

Enfin, les dettes représentées par un titre ont connu une diminution de près de 4 100 millions d'euros sur les trois derniers mois (-5,1%), mais restent d'un niveau stable sur les douze derniers mois.

**Tableau 14 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution**

PASSIF	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif 2002/09
	2001/09	2002/06	2002/09	2001/09 - 2002/09		2002/06 - 2002/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	333 262	328 702	314 703	-18 559	-5,6	-13 999	-4,3	47,6
Dettes envers la clientèle	215 635	224 161	212 157	-3 478	-1,6	-12 004	-5,4	32,1
Dettes représentées par un titre	76 295	80 490	76 402	107	0,1	-4 088	-5,1	11,6
Autres passifs	70 587	60 637	57 805	-12 782	-18,1	-2 832	-4,7	8,7
<b>TOTAL DU PASSIF</b>	<b>695 779</b>	<b>693 990</b>	<b>661 067</b>	<b>-34 712</b>	<b>-5,0</b>	<b>-32 923</b>	<b>-4,7</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

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

Au cours des dernières semaines, la morosité conjoncturelle dans laquelle se trouve le système bancaire européen ne montre pas de signes encourageants. D'une part les établissements de crédit affichent des besoins accrus de provisionnement pour les actifs à problèmes et d'autre part la morosité persistante du climat boursier, combinée à l'abstentionnisme de la clientèle bancaire en matière d'intervention sur les marchés financiers réduisent fortement les possibilités de génération de revenus. Face à cette contraction des revenus

les établissements de crédit réagissent en réduisant les coûts et notamment les frais de personnel. Pour l'instant, principalement les grandes banques allemandes envisagent des réductions d'effectifs parfois très importantes. Il n'est cependant pas à exclure que des banques d'autres nationalités suivent cette tendance.

Les banques luxembourgeoises n'échappent bien sûr pas à ces problèmes, d'autant plus qu'elles appartiennent à des grands groupes bancaires étrangers; lorsque les maisons mères annoncent d'importantes réductions d'effectifs au niveau du groupe, leurs filiales luxembourgeoises sont évidemment directement



concernées. Dans ce climat international peu favorable, le secteur financier luxembourgeois résiste relativement bien. En effet, l'analyse des chiffres au 30 septembre 2002 fait ressortir que, sur base annuelle, la régression de l'emploi dans les établissements de crédit est amplement compensée par l'augmentation des effectifs au sein des professionnels du secteur financier.

L'effectif dans le secteur financier luxembourgeois s'élevait à 27 980 personnes au 30 septembre 2002, ce qui correspond à une baisse de 54 unités par rapport à la fin du trimestre précédent. La progression, en variation annuelle, de l'effectif au sein des professionnels du secteur financier a engendré une hausse de 85 unités de l'effectif dans le secteur financier, soit 0,3%.

L'effectif du secteur bancaire s'élevait à 23 591 personnes au 30 septembre 2002, ce qui correspond à un léger recul de 76 unités, soit 0,3%, par rapport au 30 juin 2002. Dans ce contexte, il convient de rappeler que la baisse de 243 emplois, observée au cours du premier trimestre, était suivie d'une amorce de reprise par la création de 16 emplois au cours du second trimestre de l'année 2002. Durant le troisième trimestre 2002, l'emploi dans le secteur bancaire s'est à nouveau orienté à la baisse bien que celle-ci soit nettement moins prononcée que celle observée au cours du premier trimestre de l'année en cours. Toutefois, cette orientation à la baisse devrait se confirmer au cours des trimestres à venir puisque la persistance du climat économique défavorable a, d'ores et déjà, incité plusieurs banques à envisager des plans sociaux. Ainsi, en l'absence d'une reprise des activités et en attendant l'entrée en application des différents plans sociaux, tout porte à croire que l'effectif dans les établissements de crédit luxembourgeois continuera à afficher sa tendance à la baisse au cours du dernier trimestre de l'année 2002.

Par rapport au 30 septembre de l'année précédente, l'effectif dans le secteur bancaire affiche une diminution de 227 unités, soit 1,0%. En effet, l'emploi dans le secteur bancaire, qui a observé une croissance annuelle moyenne de 7,5% entre juin 1999 et juin 2001, a vu son rythme de croissance annuel diminuer graduellement entre juin 2001 et juin 2002 pour témoigner, au 30 juin 2002 d'un taux de croissance annuel légèrement négatif (-0,03%). Ce renversement de tendance qui a commencé à se manifester avec un décalage d'environ six mois par rapport aux premières turbulences apparues sur les marchés financiers. Cet effet s'est amplifié parallèlement au recul des marchés financiers et à la dégradation économique dans la zone euro et aux Etats-Unis. Sous l'impact persistant du

climat économique défavorable et du recul des activités bancaires, le retournement de tendance au niveau de la création d'emplois, entamé au cours du second trimestre, s'est poursuivi au cours du troisième trimestre de l'année en cours, aboutissant au 30 septembre 2002 à une variation annuelle négative de 1,0% de l'emploi dans les établissements de crédit.

Le ralentissement de l'embauche, qui a abouti au recul net de l'emploi dans le secteur bancaire durant l'année en cours, s'explique essentiellement par la diminution de la croissance économique aux Etats-Unis et en Europe, qui va de pair avec la crise des marchés financiers internationaux. Les perspectives économiques, établies par les institutions internationales telles que le FMI et l'OCDE ne sont d'ailleurs guère optimistes quant à une reprise rapide de l'activité économique dans les deux trimestres à venir. Compte tenu de ces expectatives, le secteur bancaire semble préférer rester sur ses gardes et poursuivre la réduction de ses frais de fonctionnement, dont les frais de personnel. En l'état actuel, ce choix semble être le seul garant du maintien des résultats. Ainsi, seule une reprise véritable de l'activité économique et donc des marchés financiers peut à terme influencer de manière positive l'évolution bilantaire des banques et stimuler les activités des clients sur les marchés financiers entrouvrant à nouveau la voie au renforcement des effectifs.

Au 30 septembre 2002 l'effectif dans le secteur des autres professionnels du secteur financier (PSF) s'élevait à 4 389 unités, soit une hausse de 22 unités (0,5%) en variation trimestrielle. De même, entre les 30 septembre 2001 et 2002, l'effectif dans les PSF a augmenté de 312 unités soit 7,7% et continue d'afficher un taux de croissance positif.

Contrairement à l'évolution négative de l'emploi dans les établissements de crédit, l'effectif dans le secteur des autres professionnels du secteur financier poursuit sa progression tant en variation annuelle qu'en variation trimestrielle. Toutefois, le rythme de croissance de l'emploi, observé dans les PSF, s'est nettement atténué au cours de l'année 2002; alors que les neuf premiers mois de l'année 2001 se caractérisaient par un taux de croissance de 29,0%, le rythme de progression n'était plus que de 11,2% pour la même période de l'année en cours.

La croissance de l'emploi dans les PSF a deux origines: d'une part, plusieurs banques ont été transformées en PSF et d'autre part, certains PSF ont procédé à d'importants recrutements. Le ralentissement du rythme de croissance de l'emploi dans les PSF a des causes analogues à celles présentes dans le secteur bancaire;

dans la mesure où les clients n'interviennent plus sur les marchés financiers, les PSF, tels que les gérants de fortune par exemple, voient évidemment leur volume d'activités diminuer. La conclusion en est que le secteur des PSF semble avoir mieux résisté que le secteur bancaire au climat boursier actuel. Néanmoins, si la morosité des marchés financiers devait perdurer, il y aura éventuellement lieu de s'attendre à un ralentissement de l'embauche dans le secteur des PSF.

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

Dans un environnement économique devenant de plus en plus difficile et renforçant de ce fait le climat morose présent sur les marchés financiers depuis plus d'un an, les établissements de crédit éprouvent de plus en plus de difficultés à maintenir leurs niveaux de revenus. En effet, depuis le début de l'année sous revue, les revenus des établissements de crédit luxembourgeois ont nettement fléchi tant en ce qui concerne la marge sur intérêts que les résultats hors intérêts.

L'analyse des résultats dégagés au troisième trimestre de l'année en cours semble traduire une amélioration partielle par rapport au second trimestre. Toutefois, il importe de noter que cette amélioration s'explique exclusivement par la réalisation de plus-values exceptionnelles d'environ 350 millions d'euros, réalisées au cours du troisième trimestre de l'année 2002 sur la vente à la Deutsche Börse de titres de participation dans Cedel International. Lorsque l'on fait abstraction de ce montant dans l'analyse des comptes, la dégradation du résultat brut avant provisions, de l'ordre de 12%, observée au cours du second trimestre, se confirme également à la fin du troisième trimestre de l'année sous revue.

La persistance du climat économique défavorable, qui se confirme maintenant dans la majorité des pays de la zone euro, continuera non seulement d'étouffer les activités bancaires mais mettra également au jour des besoins de provisionnement accrus. De tels besoins ne seront pas seulement nécessaires pour faire face à des défaillances existantes (débiteurs en difficultés à la suite du ralentissement économique) mais également en vue de conduire prudemment les affaires. Ainsi, contrairement aux années antérieures, le secteur bancaire luxembourgeois devra s'attendre à un recul relativement marqué du résultat net des établissements de crédit pour l'année 2002. Ce recul affectera également le gouvernement luxembourgeois dans la mesure où les recettes fiscales directes en provenance du secteur bancaire seront également nettement plus modérées qu'au cours des années passées.

Au 30 septembre 2002, la marge sur intérêts s'établissait à 3 038 millions d'euros, soit une régression de 5,3% (169 millions d'euros) par rapport à la même date de l'année précédente (au 30 septembre 2001, la marge sur intérêts était en effet de 3 207 millions d'euros). Fin septembre 2002, les intérêts perçus s'élevaient ainsi à 30 574 millions d'euros (en baisse de 23,9% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés étaient d'un montant de 27 536 millions d'euros (en diminution de 25,6% par rapport au 30 septembre 2001).

Plusieurs facteurs contribuent à expliquer cette contraction de la marge sur intérêts.

D'une part, on constate une réduction des volumes d'affaires, puisque la somme des bilans des banques de la place a subi une baisse sensible entre les deux dates: 661 067 millions d'euros au 30 septembre 2002, contre 695 779 millions d'euros au 30 septembre 2001, soit une chute de 5% sur 12 mois (on peut remarquer cependant que la somme moyenne de bilan par banque a tendance à rester stable, voire à augmenter légèrement, en raison de la diminution, dans le même temps, du nombre des établissements de crédits de la Place).

D'autre part, en termes de prix, les banques connaissent, depuis novembre 2001, un maintien des taux directeurs de la BCE à un niveau inchangé; elles n'ont pas, par conséquent, la possibilité de procéder à des transformations d'échéances (et ainsi augmenter leurs revenus sur intérêts), possibilité que leur procurerait une diminution de ces taux directeurs.

En revanche, il convient de noter que le résultat hors intérêts s'améliore très légèrement sur les douze derniers mois (+0,5%, soit 14 millions d'euros), pour s'établir à 2 940 millions d'euros au 30 septembre 2002, contre 2 926 millions d'euros au 30 septembre 2001.

Cette amélioration s'explique exclusivement par une hausse des revenus sur divers alors que les autres types de revenus (sur commissions, sur réalisations de titres et sur opérations de change) sont tous orientés à la baisse sur cette période.

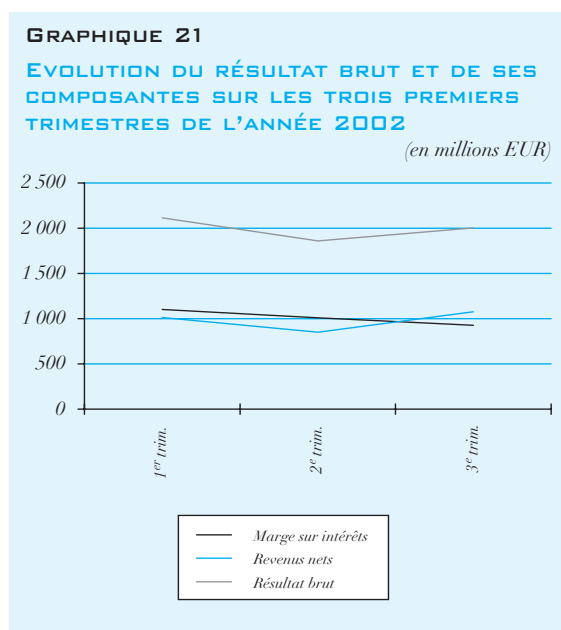
Ainsi, le solde sur commissions s'établit à 2 014 millions d'euros au 30 septembre 2002, en diminution de 101 millions d'euros (-4,8%) sur 12 mois; il représente néanmoins toujours plus des deux tiers de l'ensemble des revenus nets. Bien que le solde sur commissions n'ait cessé de diminuer au cours de l'année sous revue, il importe de noter que la régression est nettement inférieure à celle observée au cours de l'année précédente. Les revenus hors intérêts sont essentiellement



marqués par le poste des revenus nets sur divers qui influence véritablement le niveau de ces revenus nets (et donc du résultat brut), en compensant la baisse des commissions. Les revenus nets sur divers s'établissaient à 540 millions d'euros au 30 septembre 2002, soit une hausse de 141 millions d'euros (35,3%) par rapport à la même date de l'année précédente. Notons cependant que ces revenus nets sur divers sont essentiellement constitués de plus-values: ils sont donc extrêmement volatiles et ne sont pas nécessairement récurrents; leur influence grandissante représente donc plutôt un élément de fragilité pour la rentabilité des banques.

Le résultat brut (produit bancaire) s'établissait à 5 978 millions d'euros au 30 septembre 2002, soit une baisse de 2,5% par rapport au 30 septembre 2001 où il s'élevait encore à 6 133 millions d'euros.

Au vu de ces divers développements, la marge sur intérêts perd de son importance relative dans le résultat brut, représentant 50,8% du résultat brut au 30 septembre 2002, contre 52,3% à la même date de l'année précédente. Les revenus hors intérêts représentent donc 49,2% du résultat brut; le solde sur commissions demeure l'élément majeur des revenus hors intérêts avec 68,5% alors que les revenus nets sur divers interviennent pour 18,4% dans le total des revenus hors intérêts.



Source: BCL

Le repli des activités, et partant des revenus des banques, pousse ces dernières à attacher de plus en plus d'importance à la maîtrise des frais de fonctionnement. Le contrôle des coûts mis en place par les établissements de crédit s'est traduit au 30 septembre 2002 par une baisse de 7,9% des frais d'exploitation en variation annuelle.

Les frais de personnel (1 353 millions d'euros au 30 septembre 2002) ont cependant connu une légère hausse sur les douze derniers mois (+1,8%, soit +24 millions d'euros); au 30 juin 2002, la hausse annuelle était de 2,3%, soit 20 millions d'euros.

Ainsi, l'ensemble des frais de personnel et d'exploitation est en baisse de 2,6% sur les douze derniers mois, s'établissant à 2 373 millions d'euros au 30 septembre 2002 contre 2 436 millions d'euros au 30 septembre 2001.

Enfin, les impôts divers et les amortissements sur immobilisé non financier ont diminué globalement de 53 millions d'euros entre le 30 septembre 2001 (310 millions d'euros) et le 30 septembre 2002 (257 millions d'euros). Associées à la diminution des frais généraux, ces réductions ont permis de compenser en partie la dégradation du résultat brut et de maintenir le résultat avant provision à un niveau proche de celui enregistré 12 mois auparavant.

Compte tenu des diverses évolutions décrites ci-dessus, le résultat avant provisions a atteint 3 348 millions d'euros au 30 septembre 2002, soit une légère diminution (-1,2%, pour -39 millions d'euros) par rapport à celui enregistré en septembre 2001 (3 387 millions d'euros).

Le résultat avant provisions, dégagé au troisième trimestre de l'année en cours, s'est élevé à 1 129 millions d'euros, contre 1 014 millions d'euros sur le second trimestre et 1 205 millions sur le premier.

En conclusion, on peut souligner que les résultats au 30 septembre 2002 sont certes en diminution par rapport à l'année précédente, mais dans des proportions moindres qu'au second trimestre. Cependant, il convient de noter que le quasi-maintien du niveau de rentabilité se fait par l'intermédiaire de revenus divers à caractère non récurrent, dans un contexte de diminution conjointe et continue des deux principales sources de revenus des banques: la marge sur intérêts et les revenus de commissionnement.

**Tableau 15 Evolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois <sup>1)2)</sup>**

		2001 / 09	2002 / 09	Variation en pourcentage	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	40 201	30 574	-23,9	-9 627
2	Intérêts bonifiés	36 994	27 536	-25,6	-9 458
3	Marge sur intérêt	3 207	3 038	-5,3	-169
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	200	181	-9,5	-19
5	sur commissions	2 115	2 014	-4,8	-101
6	sur opérations de change	212	205	-3,3	-7
7	sur divers	399	540	35,3	141
8	Revenus nets (4+5+6+7)	2 926	2 940	0,5	14
9	Résultat brut (3+8)	6 133	5 978	-2,5	-155
10	Frais de personnel	1 329	1 353	1,8	24
11	Frais d'exploitation	1 107	1 020	-7,9	-87
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 436	2 373	-2,6	-63
13	Impôts divers, taxes et redevances	67	39	-41,8	-28
14	Amortissements sur immobilisé non financier	243	218	-10,3	-25
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	3 387	3 348	-1,2	-39

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

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

Source: BCL

### 1.2.8 Le commerce extérieur

Le déficit du commerce extérieur, cumulé sur les huit premiers mois de l'année 2002, s'est amélioré de 11,5% par rapport à la même période de l'année 2001 à 2 068 millions d'euros. La baisse relativement forte des valeurs importées par rapport à celles exportées est à la base de l'amélioration du solde commercial cumulé. En effet, en termes nominaux, les exportations de marchandises ont baissé de 3,4% en variations annuelles, alors que les importations se sont contractées davantage (-5,6%). Toutefois, en termes réels, les exportations et les importations de biens ont connu une baisse de même ampleur (-5,8%). La chute des exportations en valeur a été limitée à 3,4% sous l'effet d'une appréciation de 2,5% de l'indice moyen des prix à l'exportation. En revanche, sur la même période, la variation de l'indice moyen des prix à l'importation s'est avérée marginale (+0,2%). Par conséquent, les termes de l'échange se sont améliorés de 2,3%, contribuant ainsi à la diminution du déficit commercial cumulé.

L'importante baisse des volumes exportés s'explique surtout par la faiblesse de la demande mondiale adressée

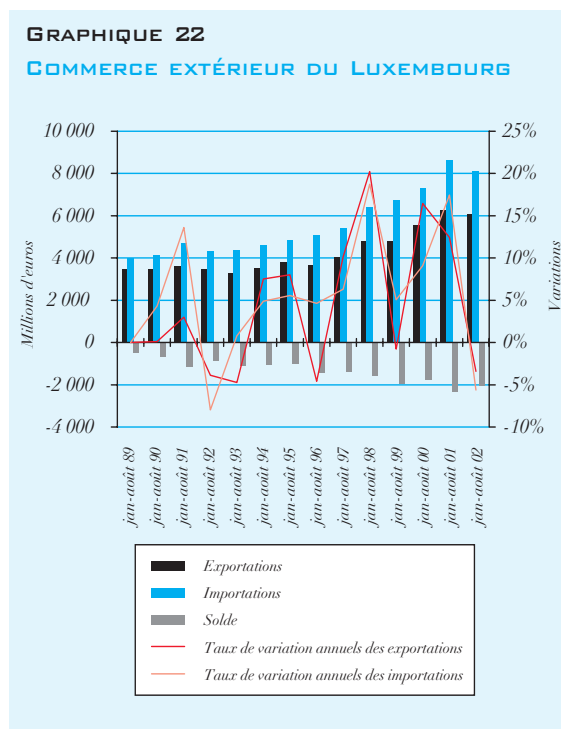
au secteur sidérurgique. Le secteur de l'acier continue donc à subir les effets négatifs de la dégradation de la conjoncture économique mondiale. En conséquence, les livraisons à l'étranger d'articles manufacturés en métaux communs se sont contractées de 8,7% en variations annuelles. A cela s'ajoute la réduction de 20% des exportations de machines et équipements. Ces deux baisses expliquent à elles seules la diminution des exportations sur les huit premiers mois de l'année en cours.

En termes de ventilation géographique, durant cette même période, les ventes de marchandises en dehors de la zone euro ont fortement régressé. Ainsi les exportations vers les Etats-Unis se sont contractées de 15% tandis que celles vers le Japon se sont réduites de 16,8%. Sur la période analysée, les livraisons de biens à destination des deux pays précités ne représentent que 3,7% de toutes les exportations luxembourgeoises. Par contre, les ventes de biens vers les pays membres de la zone euro, qui représentent 76% des fournitures exportées par le Luxembourg, ont stagné.

La baisse de 5,6% des importations s'explique essentiellement par la diminution des livraisons dans le

secteur «matériel de transport» et dans le secteur «machines et équipements» qui ont respectivement régressé de 21% et 8% durant la période analysée. La forte réduction des importations de matériel de transport est due au fait qu'en 2002 les compagnies aériennes résidentes ont limité leurs achats d'aéronefs, par rapport à l'année passée. Notons également des taux de croissance négatifs pour les articles manufacturés en métaux communs, les huiles et les graisses, ainsi que les produits chimiques. Parmi les biens importés en hausse, on peut citer notamment les produits alimentaires, les combustibles minéraux, les articles manufacturés divers et les articles manufacturés classés d'après la matière première.

Enfin, les achats de marchandises en provenance de la zone euro, qui représentent 84% de toutes les importations luxembourgeoises sur les huit premiers mois de l'année 2002, n'ont diminué que légèrement (-1,6%). Par contre, les livraisons en provenance d'Amérique et d'Asie se sont fortement contractées, bien qu'elles représentent moins de 10% de toutes les importations luxembourgeoises.



Source: STATEC

## 1.2.9 La balance des paiements courants

### 1.2.9.1 Compte courant

Le surplus du compte courant a nettement progressé au premier semestre 2002 à 1 727 millions d'euros, soit une hausse de 45% par rapport au niveau atteint à la même période de l'année précédente. Cette évolution favorable de l'excédent courant, étonnante a priori au vu de la faible croissance de l'économie luxembourgeoise, s'explique par une diminution des importations de biens et de services supérieure à celle des exportations. La réduction substantielle des importations de biens et de services s'explique elle-même par la décroissance de la demande intérieure.

Toutes les principales composantes du compte courant ont donc apporté une contribution favorable au surplus, exception faite des salaires nets versés aux travailleurs frontaliers. Le déficit de la balance commerciale s'est ainsi réduit de 30,5% au premier semestre 2002 par rapport au niveau atteint à la même période de l'année 2001. Cette évolution favorable s'explique essentiellement par la réduction des importations de matériel de transport et de biens d'équipement. En effet, les achats d'avions réalisés au cours du premier semestre 2001 n'ont pas été réitérés en 2002, induisant ainsi une diminution mécanique des importations de marchandises.

Au niveau de la balance de services, le recul des importations s'est de même avéré plus prononcé (-5,2% en variations annuelles) que celui des exportations (-2,6%), contribuant ainsi à la progression des entrées nettes (+2,4%). Exception faite des activités de transport dont la contribution nette a enregistré une croissance extraordinaire (+57%), toutes les principales catégories de services ont connu une évolution défavorable. Ainsi les recettes nettes liées aux services financiers, qui apportent traditionnellement la plus forte contribution à l'excédent courant, se sont détériorées de 3,5% au premier semestre 2002 par rapport à la même période de l'année 2001. Ce recul est à mettre en relation avec la dégradation des marchés financiers ayant entraîné une réduction des commissions perçues par les établissements de crédit.

Globalement, au premier semestre 2002, les revenus du travail et du capital se soldent par un déficit de 1 065 millions d'euros, soit une baisse de 1,7% par rapport à l'an passé. Toutefois, le déficit de la rémunération des salariés continue à s'aggraver (+21,7%) sous l'effet de la hausse du niveau général des rémunéra-

tions (effet d'indexation) et sous l'effet du nombre croissant des frontaliers dont l'effectif total est passé de 97 395 en juin 2001 à 103 015 en juin 2002. En ce qui concerne les revenus nets d'investissements, ils ont nettement progressé en atteignant 573 millions d'euros au premier semestre 2002 contre 263 millions à la même période de l'année précédente.

Enfin au premier trimestre 2002, le déficit des transferts courants s'est contracté de 21,8% sous l'effet d'une forte réduction des transferts courants privés.

**Tableau 16 Soldes de la balance des paiements courants au premier semestre 2001 et 2002**

(en millions d'euros)

	2001	2002 <sup>1)</sup>
Opérations courantes	1 192	1 727
Biens	-1 101	-766
Services	3 791	3 883
Rémunération des salaires	-1 346	-1 638
Revenu des investissements <sup>2)</sup>	263	573
Transferts courants	-415	-325

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

<sup>2)</sup> y compris les bénéfices réinvestis

Source: BCL, STATEC

### 1.2.9.2 Compte financier

Au premier semestre 2002, le compte financier a dégagé des entrées nettes en faveur du Luxembourg pour un montant global de 1 473 millions d'euros. Les trois principales composantes du compte financier, à savoir les investissements directs, les investissements de portefeuille et les autres investissements, ont toutefois connu des mouvements en sens contraire (importantes sorties pour les unes, importantes entrées pour les autres).

Globalement, au premier semestre 2002, les résidents luxembourgeois ont réalisé des investissements directs<sup>19</sup>

à l'étranger pour un montant total de 62 396 millions d'euros dont 26 181 millions pour les opérations en capital. Ces dernières incluent d'importantes prises de participations dans les entreprises non résidentes, réalisées par les sociétés holdings et SOPARFI résidentes. Outre ces opérations en capital, les flux sortants ont porté sur les prêts accordés aux entreprises affiliées par ces mêmes sociétés.

Des entrées à titre d'investissements directs au Luxembourg ont été enregistrées à concurrence de 37 043 millions au premier semestre 2002. 66% de ces entrées sont liées à des augmentations de capital social des sociétés holdings et SOPARFI résidentes. La contrepartie de ces opérations sont les prises de participations dans les entreprises étrangères évoquées au paragraphe précédent. Le reste des flux entrants (34%) a pris la forme de prêts intra groupes.

Dans l'ensemble, durant le premier semestre 2002, les investissements de portefeuille ont été caractérisés par des entrées importantes. Du côté des avoirs, les résidents luxembourgeois ont vendu et/ou bénéficié de remboursements de titres pour un montant total de 12 732 millions d'euros. En ce qui concerne les engagements, au premier semestre 2002, l'acquisition des titres par les non-résidents s'est traduite par des entrées substantielles de l'ordre de 58 575 millions d'euros dont 36 118 millions pour les titres de participation (essentiellement les parts d'OPC) et 22 457 millions pour les obligations et les instruments du marché monétaire émis par des résidents luxembourgeois.

Les sorties nettes des capitaux enregistrées à la rubrique «autres investissements» ont totalisé 43 941 millions d'euros. Du côté des engagements, les flux sortants se sont élevés à 8 538 millions au premier semestre 2002. Ces sorties sont essentiellement attribuables aux mouvements dans les dépôts des établissements de crédit luxembourgeois. Du côté des avoirs, au premier semestre 2002, les autres investissements ont enregistré des sorties nettes de 35 403 millions d'euros.

Enfin, au premier semestre 2002, la BCL a vu ses avoirs de réserve augmenter de près de 15 millions d'euros suite à des modifications survenues dans sa position de réserve auprès du FMI.

<sup>19</sup> Y compris les bénéfices réinvestis

Tableau 17 *Compte financier au premier semestre 2002* <sup>1)2)</sup>

(en millions d'euros)

	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Solde</i>
Investissements directs à l'étranger			-62 396
Investissements directs au Luxembourg			37 043
Investissements de portefeuille	12 732	58 575	71 307
Produits financiers dérivés			-524
Autres investissements	-35 403	-8 538	-43 941
Avoirs de réserve <sup>3)</sup>			-15

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

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

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

Source: BCL, STATEC

### 1.2.10 Les finances publiques

Le 12 septembre, le Gouvernement a déposé à la Chambre des Députés le projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2003. Dans un contexte macroéconomique qui paraissait alors plus favorable qu'actuellement, le projet tablait sur une augmentation des recettes à raison de 8,2% par rapport au budget définitif de 2002. Cette croissance significative aurait permis de garantir à la fois une forte progression des dépenses, qui augmenteraient de 7,8%, et le maintien d'un léger excédent budgétaire. Une version amendée du projet de budget 2003 a été présentée par le Ministre du Budget le 21 novembre 2001. Elle prévoit une réduction de 2% de la croissance des recettes et des dépenses, qui s'établirait à 6,2 et 5,8%, respectivement.

Le maintien de l'équilibre budgétaire n'est pas assuré dans un contexte macroéconomique devenu plus incertain. Ainsi, les neuf premiers mois de 2002 se sont caractérisés par un recul des bénéfices des établissements de crédit luxembourgeois, par une nette décélération de la croissance de l'emploi ou encore par un net

fléchissement des cours boursiers. La révision à la baisse de la croissance économique enregistrée en 2001 n'est pas davantage de nature à susciter l'optimisme. A l'aune de ces évolutions, les prévisions de croissance sur lesquelles se basent le projet de budget 2003 et sa version amendée semblent excessivement favorables, de même que les projections de recettes correspondantes. La croissance des recettes mentionnée dans la version amendée, soit 6,2%, se réfère en effet aux recettes inscrites au budget définitif de 2002. Or, comme le suggèrent les déclarations du Gouvernement à l'issue de la réunion tripartite du 14 novembre, il s'agit là d'une base de comparaison peu appropriée du fait de la survenance d'importantes moins-values fiscales en 2002. Ces dernières se seraient au total montées à 270 millions, de sorte que les recettes auraient en définitive été surestimées de plus de 4,5% dans le budget définitif de 2002.

Compte non tenu de cette surestimation, la croissance des recettes prévues dans la version amendée du budget 2003 atteindrait quelque 11%, ce qui semble assez élevé dans un contexte macroéconomique et financier peu porteur.

**Tableau 18 Evolution de la situation budgétaire de l'Etat central**

*En millions d'euros, sauf mention contraire*

	Budget définitif 2002	Projet de budget 2003	Version amendée du projet 2003	Croissance nominale <sup>1)</sup>
Recettes	5 977,2	6 468,7	6 349,7	6,2%
Dépenses	5 999,0	6 465,8	6 349,2	5,8%
Solde	-21,8	2,9	0,5	

1) Croissance de la version amendée par rapport au budget définitif de 2002.

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2003, Volume 1, déclarations du Ministre du Budget le 21 novembre 2002.*

Selon des projections effectuées par la BCL, une stagnation du produit de l'impôt sur le revenu des collectivités et de l'impôt sur les traitements et salaires ne serait nullement à exclure en 2003, du moins en l'absence d'une accélération de la perception des arriérés d'impôts dont sont redevables les établissements de crédit luxembourgeois<sup>20</sup>. Par ailleurs, la baisse des cours boursiers est de nature à alimenter une moins-value significative, du fait de leur impact direct sur la taxe d'abonnement. La conjonction d'une stagnation du produit des impôts directs et de moindres rentrées au titre de la taxe d'abonnement donnerait lieu à une nette dégradation de la situation budgétaire en 2003. Toutes autres choses égales par ailleurs, un besoin de financement équivalant à 1,3% du PIB surviendrait dans de telles circonstances.

Ce solde n'inclut pourtant pas l'incidence de la forte hausse des dépenses des fonds d'investissements qui est programmée pour 2003<sup>21</sup>. La présentation officielle du budget de l'Etat central n'incorpore en effet ces dépenses que de façon indirecte, car seules les dotations de l'Etat central aux fonds sont considérées dans le budget des dépenses. Une présentation alternative, qui aurait l'avantage d'offrir une vision plus complète des dépenses initiées par l'Etat central, donnerait lieu à une progression plus soutenue des dépenses. Elle consiste à extraire des dépenses totales les dotations aux fonds budgétées dans le projet de budget 2003, et

à les remplacer par les dépenses des mêmes fonds, telles qu'elles sont programmées dans les annexes du projet. Comme la croissance nominale de ces dépenses excéderait nettement la croissance nominale des dotations aux fonds en 2003, la présentation alternative du budget de l'Etat central donne mécaniquement lieu à un surcroît de dépenses. Les données du projet de budget 2003 et les déclarations du Ministre du Budget le 21 novembre permettent d'évaluer le déficit additionnel imputable au décalage entre les dotations aux fonds et les dépenses programmées de ces derniers à 1,2% du PIB. En conséquence, le besoin de financement de l'Etat central consolidé, dont le périmètre inclut l'activité des fonds, se monterait à 2,5% du PIB. Ce résultat est pourtant fondé sur l'hypothèse d'une exécution incomplète, limitée à 92%, des dépenses d'investissement de l'Etat.

Un tel résultat ne compromettrait pas en tant que tel les engagements européens du Luxembourg, car la valeur de référence de 3% applicable aux besoins de financement se rapporte à l'ensemble des administrations publiques luxembourgeoises, qui comporte l'Etat central, les pouvoirs locaux et la sécurité sociale. Or, cette dernière enregistre traditionnellement de confortables excédents, ce qui concourt à amortir quelque peu les conséquences d'un déficit de l'Etat central. Il serait cependant périlleux de se reposer sur cet état de fait. D'une part, un déficit de l'Etat central égal à 2,5%

20 Ces arriérés se montaient à près de 9% du PIB à la fin de septembre 2002. Les projections de recettes de la BCL reposent sur l'hypothèse que les perceptions d'arriérés s'accroîtront de 0,5% en 2002 et demeureront à ce niveau en 2003. En d'autres termes, aucune accélération des paiements d'arriérés ne surviendrait en 2003. Le montant de 0,5% du PIB a été estimé sur la base de l'évolution des provisions d'impôt des établissements de crédit luxembourgeois, telle qu'elle a été observée au cours des neuf premiers mois de 2002.

21 Il s'agit des fonds identifiés à la page 39 de l'exposé introductif du budget, à savoir les fonds d'investissements publics administratifs, scolaires et sanitaires, le fonds des routes, le fonds du rail et le fonds des monuments historiques. Leurs programmes de dépenses figurent à l'annexe du projet de budget.

du PIB ne serait vraisemblablement pas couvert par un excédent de même ampleur de la sécurité sociale, de sorte que les administrations publiques enregistreraient un déficit significatif dès 2003. D'autre part, la pérennité des excédents de la sécurité sociale n'est nullement assurée. Ces excédents sont principalement alimentés par le régime des pensions privées. Or, selon de nouvelles projections de la BCL, l'équilibre du système de pensions est loin d'être garanti sur un horizon de moyen terme.

Dans de telles circonstances, il conviendrait de limiter la croissance des dépenses de l'Etat central. Des dépenses excessivement élevées pourraient en effet rapidement s'avérer incompressibles, alors que les excédents de la

sécurité sociale sont, quant à eux, susceptibles de s'étioler. Le respect de l'exigence de soldes proches de l'équilibre ou en surplus pour l'ensemble des administrations publiques deviendrait plus ardu dans un tel contexte. Une grande vigilance dans l'exécution du budget permettrait de mieux asseoir les perspectives budgétaires du Luxembourg. Dans un récent avis, le Conseil d'Etat affirme d'ailleurs que «les éléments sont réunis pour justifier une révision à la baisse des prévisions, et requièrent par conséquent une politique des dépenses publiques prudente, équilibrée et soucieuse des priorités économiques et sociales pour ne pas être contraint de procéder en cours d'exercice à une révision budgétaire»<sup>22</sup>.

### Les incertitudes inhérentes aux projections de soldes budgétaires

Toute projection budgétaire est tributaire d'une multitude d'hypothèses, dont la formulation est particulièrement difficile dans un contexte assez évolutif.

En premier lieu, les projections reposent sur l'hypothèse d'un taux de réalisation élevé des dépenses d'investissement de l'Etat central stricto sensu et des fonds, ce qui pourrait paraître irréaliste dans un contexte caractérisé par l'existence de multiples goulets d'étranglement, qui ralentissent la mise en œuvre des travaux publics. Un communiqué de presse de la FEDIL, du 24 septembre 2002, indique d'ailleurs que du fait de l'accumulation de retards de plus en plus importants dans la mise en chantier de nombre de projets, l'Etat pourrait ne pas être en mesure d'utiliser pleinement le programme d'investissements publics comme instrument d'une politique anti cyclique.

Une exécution partielle des programmes d'investissement de l'Etat central et des fonds est en tout cas susceptible d'influer considérablement sur l'ampleur des soldes budgétaires, comme l'illustre le graphique ci-dessous. Le déficit de l'Etat central au sens large, qui englobe les dépenses de six fonds d'investissement, se monterait en effet à 2,5, 2,1 ou 1,7% du PIB sous l'hypothèse d'un taux de réalisation des investissements égal à respectivement 92, 80 et 70%, alors qu'il atteindrait 2,9% en cas de réalisation intégrale du programme d'investissements.

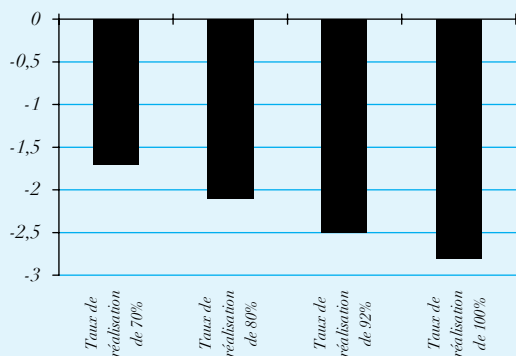
<sup>22</sup> Avis du Conseil d'Etat, document parlementaire 5000, n° 46.020, 5 novembre 2002.



### GRAPHIQUE 23

#### TAUX D'EXÉCUTION DES INVESTISSEMENTS DE L'ÉTAT ET SOLDE BUDGÉTAIRE DE L'ÉTAT CENTRAL EN 2003

(y compris les dépenses des fonds d'investissement en % du PIB)



Source: *Projet de budget, STATEC, calculs BCL.*

En second lieu, les projections reposent sur une exécution complète des dépenses courantes de l'Etat central. Or, à titre d'exemple, une exécution à raison de 98% donnerait lieu à une amélioration du solde de l'Etat central à concurrence de 0,5% du PIB.

En troisième lieu, les résultats budgétaires précités dépendent de façon cruciale de l'évolution de l'environnement économique. Ainsi, un point de croissance supplémentaire se traduirait, au Luxembourg, par une diminution de plus de 0,3% du PIB du déficit budgétaire.

En quatrième lieu, les recettes perçues au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités sont extrêmement difficiles à prévoir au Luxembourg du fait, notamment, de l'existence d'importants arriérés d'impôts dus par les banques. Le Gouvernement a d'ores et déjà annoncé un important recours à ces arriérés en 2003.

Enfin, les recettes prévues au budget définitif de 2002, qui servent de base à l'élaboration du projet de budget 2003, pourraient constituer une surestimation des recettes effectives. Comme le note le Conseil d'Etat dans son dernier avis, «l'équilibre budgétaire, difficilement négocié au moment de l'établissement du projet de budget en cours d'exécution, ne pourra être assuré qu'à la condition d'une hausse soutenue des recettes».