

Contexte général

Chapitre I

Chapitre II

Chapitre III

Chapitre IV

Chapitre V

Chapitre VI

Chapitre VII

Contexte général

Chapitre I

Chapitre II

Chapitre III

Chapitre IV

Chapitre V

Chapitre VI

Chapitre VII

1. Rapport économique et financier

1.1 L'activité au plan international

1.1.1 L'économie réelle

A. Croissance économique internationale

Dans un environnement extérieur peu favorable, l'économie de l'Union européenne a affiché pendant l'année écoulée une évolution relativement dynamique. Avec une croissance réelle de 2,9% (chiffre provisoire), le produit intérieur brut (PIB) de l'Union européenne a connu son évolution la plus favorable depuis l'année 1990. Ce chiffre correspond à peu près à la croissance économique pour les onze pays de la zone euro (croissance de 3% du PIB, chiffre provisoire).

La croissance a été plus robuste dans la première moitié de l'année écoulée que dans la deuxième. Au troisième trimestre, le taux de croissance du PIB (zone euro) a été de 2,7%, tandis que la croissance moyenne des deux premiers trimestres s'élevait à 3,2%. Pour le dernier trimestre de l'année, des indicateurs conjoncturels ont indiqué la possibilité d'un ralentissement continu de l'activité économique. Pendant la période de septembre à novembre, la croissance annuelle (moyenne mobile) de la production industrielle ne s'élevait plus qu'à 3,1%, tandis que pour la période de juillet à septembre, ce taux était encore de 4%. L'utilisation de la capacité de production a reculé de 83,6% au deuxième à 82,4% au dernier trimestre.

Pourtant, à la fin de l'année, l'image est mixte. Tous les indicateurs de conjoncture n'indiquent pas une détérioration de la situation. Au dernier trimestre, l'indicateur de confiance des consommateurs a atteint sa valeur la plus élevée depuis 1985. Il a en plus, au cours de l'année, augmenté d'un trimestre à l'autre. L'indicateur de confiance dans le secteur de la construction est, au cours du second semestre, plus élevé aussi bien par rapport au premier

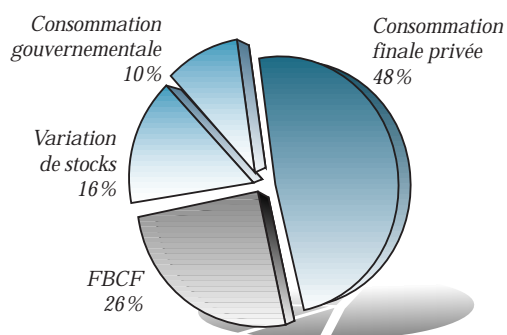
semestre que par rapport aux années 1996 et 1997. Les ventes dans le commerce de détail n'ont pas ralenti après le premier semestre, mais ont préservé le rythme élevé de croissance du premier trimestre. Il importe de relever parmi les causes, les différences entre le développement de l'économie domestique et l'évolution du commerce extérieur.

Suite à l'environnement économique extérieur difficile, la croissance des exportations a sensiblement ralenti au second semestre de 1998. Aux crises en Asie et dans d'autres marchés émergents, s'est ajoutée parmi les causes, la dépréciation du dollar américain.

Globalement, la contribution du solde des exportations et des importations a été neutre (voire légèrement négative) pour l'ensemble de l'année, et la croissance relativement élevée – comparée aux années précédentes – provient d'une demande domestique robuste. Avec 1,5% – environ la moitié de la croissance totale –, la contribution de la consommation privée finale à l'augmentation du PIB a été la plus importante de toutes les composantes de l'agrégat, alors que les contributions de la consommation gouvernementale, de la formation brute de capital fixe et des changements de stocks s'élevaient respectivement à 0,3%, 0,8% et 0,5%.

Graphique 1

Contributions à la croissance (+3%) du PIB de la zone euro



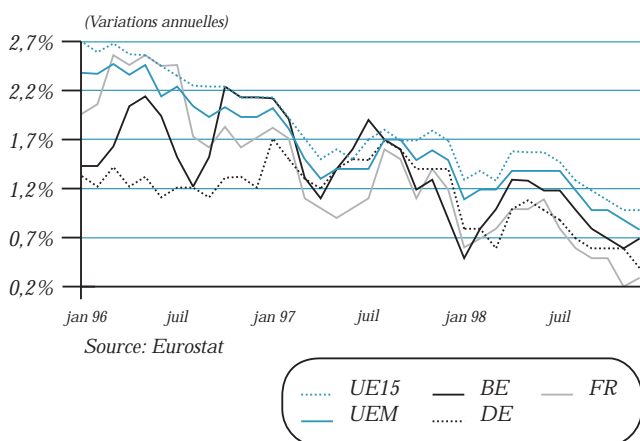
Source: Eurostat

B. L'évolution des prix et des coûts

Dans l'ensemble de l'Europe des Quinze (UE15), l'évolution de l'indice des **prix à la consommation** (IPC) fut plus modérée en 1998 qu'elle ne l'était déjà en 1997. L'inflation de la zone euro, telle que mesurée par les variations annuelles de cet indice, est progressivement descendue en-dessous de la barre de 1% et a atteint 0,78% au mois de décembre 1998 et 1,1% de moyenne pour l'année. Cette valeur est largement en concordance avec la définition de la stabilité des prix du conseil des gouverneurs de la BCE. Nos pays voisins (Allemagne, Belgique, France) ont eu une stabilité des prix supérieure à la moyenne de la zone. Le taux le plus faible est enregistré par la France, avec la variation de l'indice des prix à la consommation de novembre descendant à 0,29%. Dans l'ensemble, les quatre pays de l'Europe des Quinze non membres de l'Union économique et monétaire (UEM) sont dans une situation légèrement moins favorable, expliquant par là une moyenne de l'UE15 supérieure à la moyenne de l'UEM.

Graphique 2

Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)



On constate également une convergence des taux d'inflation de nos pays voisins autour de la moyenne

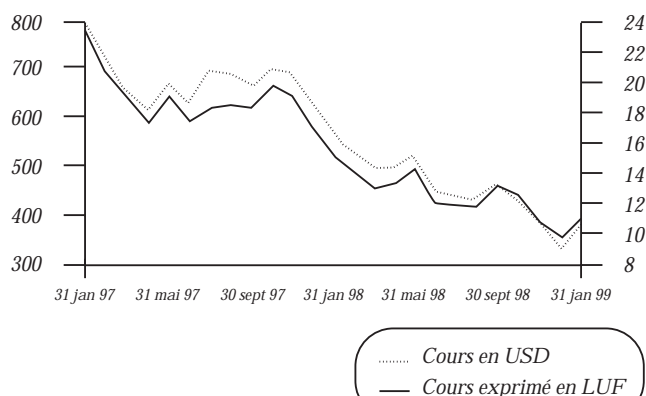
pour la zone euro. En janvier 1996, l'écart maximal était constitué par le différentiel d'inflation avec l'Allemagne qui était de l'ordre de 1,05%, alors qu'en décembre 1998 le plus grand écart était celui entre la France et la moyenne de la zone et ne représentait plus que 0,49%. Cette convergence s'observe également si l'on considère l'ensemble des onze pays de la zone euro. Elle atteint des niveaux exceptionnels en 1997: en janvier 1997, la différence entre la plus haute inflation de la zone et la plus basse n'atteint pas 1%, alors qu'un an plus tôt elle dépassait les 5%. En 1998, la convergence au niveau de la zone entière est toujours importante, mais atteint certains mois des niveaux de l'ordre de 2%.

L'évolution à la baisse des **prix du pétrole** a largement contribué à cette pression à la baisse de l'inflation en 1998. Une demande mondiale de pétrole en baisse cumulée à une surproduction relative par les pays de l'OPEP a conduit inexorablement à une chute du prix du baril sur les marchés mondiaux. La relative appréciation du dollar par rapport aux **devises de la zone euro**, n'a que très légèrement contrebalancé cette baisse.

Graphique 3

Evolution du Cours du Brent à Londres

(Prix de clôture de fin de mois)

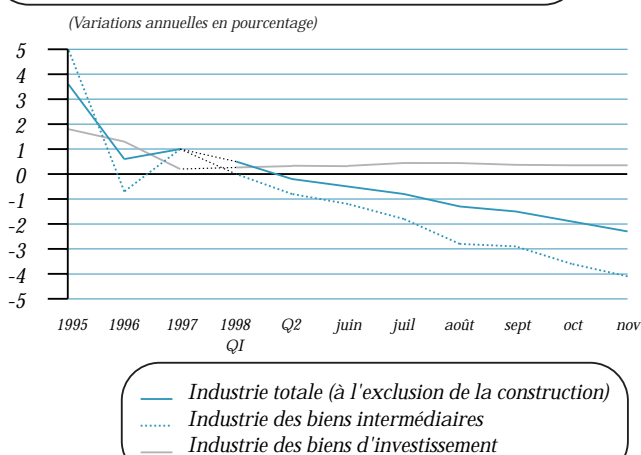


La Conférence de l'OPEP à Vienne en novembre 1998 avait en fin d'année contribué à la création d'attentes déflationnistes des prix du pétrole. En effet, aucune réduction de quotas n'a été décidée et le seuil actuel de 2,6 milliards de barils par jour a été maintenu. Face à un marché à son niveau le plus bas depuis dix ans, les compagnies pétrolières sont entrées dans une phase de fusions et d'acquisitions. La chute du prix du pétrole est dès lors exacerbée par ces grandes tendances de concentration du secteur pétrolier et par l'augmentation de la concurrence qu'elles apportent. Ces concentrations ont également d'autres sources, bien que moins importantes, tel notamment le besoin de mettre en commun les moyens nécessaires à de nouvelles explorations dans les zones les plus difficiles, comme par exemple en Mer Caspienne.

L'évolution de l'indice des **prix à la production** fut également très modérée en 1998. La zone euro enregistre à partir du second semestre une baisse des prix au niveau de l'ensemble de la production industrielle. Il faut cependant noter que l'évolution des prix à la production dans l'industrie des biens

Graphique 4

Evolution des prix à la production dans la zone euro



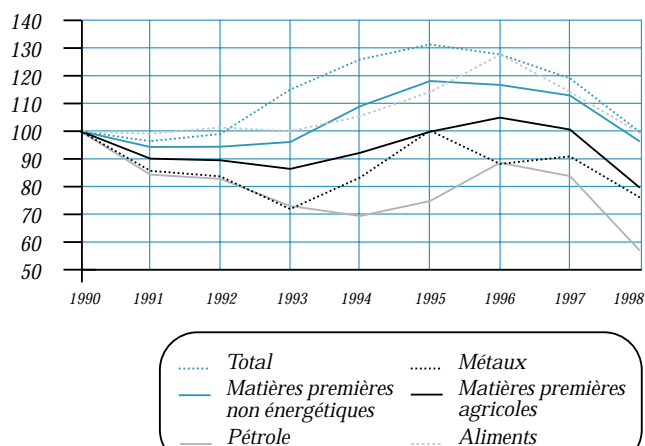
Source: Eurostat

d'investissement est restée constante et se situe aux alentours de 0,3% en variation annuelle. La baisse des prix est essentiellement induite par une baisse des prix des biens industriels intermédiaires. Ceux-ci affichent une variation annuelle de -4,1% en novembre 1998.

Mise à part l'évolution des prix du pétrole, l'évolution des **prix des matières premières non énergétiques** est le facteur explicatif le plus important de cette évolution. La chute des prix des matières premières, amorcée à la fin de 1997, a été exacerbée par un net fléchissement de la demande en provenance d'Asie. La crise asiatique est sans doute à considérer parmi l'un des principaux facteurs sous-tendant l'évolution négative des cours mondiaux des prix des matières premières non énergétiques. La Banque mondiale, dans son rapport «Global Commodity Markets», précise toutefois que la chute de la demande asiatique n'a eu qu'un effet accélérateur sur le déclin des cours mondiaux des prix de ces matières premières. Selon cette institution, deux facteurs d'ordre structurel, à savoir l'in-

Graphique 5

Indices des principales matières premières



Source: Fonds Monétaire International

novation technologique et la libéralisation économique intervenue au niveau des pays producteurs, contribuent à l'affaissement observé.

Sous l'impulsion de la croissance extraordinaire des économies asiatiques durant la première moitié des années 90, les principaux indices des prix des matières premières ont atteint des niveaux records en 1995 et 1996. Ensuite, certains cours mondiaux fléchissent avant l'apparition de la crise asiatique. Ainsi, l'indice des prix des matières premières non énergétiques atteint 121,7 au deux-

telle évolution ne pouvait résulter que dans une pression à la baisse des matières premières non énergétiques.

Perspectives pour 1999

L'évolution exceptionnellement modérée de l'inflation en 1998 doit être considérée au regard des facteurs explicatifs décrits ci-avant. Les conditions qui ont mené à sa baisse ne prévaudront sans doute pas en 1999. Des facteurs moins favorables apparaissent. On peut citer à titre d'exemple: le niveau des coûts salariaux, les négociations sala-

Tableau 1

Développement des prix des matières premières

Indices matières premières (en USD) 1996=100	Total	Matières premières non énergétiques					Pétrole	
		Matières premières non énergétiques	Aliments	Boissons	Matières premières agricoles	Métaux	Engrais	
96TR1	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
96TR2	104,22	103,05	107,68	104,57	101,03	98,18	100,81	95,89
96TR3	102,65	97,71	97,83	98,48	102,22	89,71	102,16	49,60
96TR4	105,11	94,67	90,15	97,20	101,27	90,35	103,43	63,77
97TR1	104,22	89,84	93,33	117,79	100,40	98,61	104,87	51,77
97TR2	99,90	99,24	90,46	151,92	97,39	99,46	102,98	62,72
97TR3	96,76	94,16	83,40	134,29	93,27	100,11	100,90	80,52
97TR4	94,40	90,09	85,65	126,44	86,06	91,53	102,16	67,87
98TR1	83,60	86,54	82,54	132,29	81,39	85,32	105,59	66,67
98TR2	79,67	83,15	78,51	113,62	80,76	83,17	106,40	58,78
98TR3	75,83	78,15	72,38	103,45	76,64	80,28	106,31	55,88
98TR4	73,77	78,24	74,55	100,40	77,04	77,38	104,15	60,23

Sources: Fonds Monétaire International

ième trimestre de 1996 pour baisser à 117,2 au deuxième trimestre de 1997. La baisse est encore plus prononcée en ce qui concerne les prix des produits alimentaires et des produits agricoles. Ce phénomène peut trouver une explication partielle dans le fait que les niveaux de prix élevés ont conduit certains pays producteurs à accroître leur production et, sous l'impact de l'innovation technologique, leur productivité. Ceteris paribus, une

riales allemandes et l'introduction de la semaine des 35 heures en France. De même, la forte baisse des prix pétroliers, telle qu'elle a marqué l'année écoulée, pourrait ne pas se prolonger en 1999. Compte tenu de ces facteurs, il semble probable que la baisse du taux annuel enregistré en 1998 est arrivée à son terme, comme l'indique l'évolution de l'indice de mars 1999 qui affiche 0,58% p.a. de mois en mois.

1.1.2 Les marchés financiers internationaux

La période sous revue a été empreinte par la succession de crises financières: prolongement de la crise asiatique, début de la crise russe et déclenchement de la crise en Amérique latine. Malgré cette cascade de turbulences financières, les marchés boursiers américain et européen ont atteint des niveaux records à la mi-juillet ainsi qu'en fin d'année aux Etats-Unis, alors que les marchés obligataires ont bénéficié du phénomène de fuite vers la qualité, reflétée par une forte détente des taux longs. Au sein de la zone euro, le début de l'UEM à partir du 1^{er} janvier 1999 a également conditionné la convergence des taux longs.

Le commencement de la crise asiatique remonte au flottement du bath thaïlandais en juillet 1997, le relais ayant été pris par l'Indonésie un mois plus tard. Les monnaies, ainsi que les bourses de Thaïlande, de Malaisie, d'Indonésie ou encore des Philippines, ont subi de fortes tensions avant que ces pays fortement atteints soient rejoints par la Corée du Sud en novembre de la même année. La crise asiatique a mis les pays de la zone sous pression, la situation s'étant néanmoins améliorée en cours d'année. A titre d'exemple, la chute du marché boursier thaïlandais a pu être endiguée,

notamment par un raffermissement du bath thaïlandais.

Cette première tempête monétaire et financière a été suivie par une nouvelle pierre d'achoppement, la crise russe, dont le véritable déclenchement remonte, malgré l'allocation d'aides internationales préalables, à l'annonce du moratoire par les autorités russes sur la dette nationale le 17 août 1998 couplée à la dévaluation du rouble. La crise russe, ayant pour origine un déficit important, dont le cumul a engendré une restructuration de la dette, a eu pour conséquence une recrudescence de l'aversion au risque par rapport aux pays émergents, entraînant dans son sillage les pays d'Asie ainsi que, et surtout, certains pays d'Amérique latine dont le pays le plus touché a été le Brésil. Les opérateurs financiers, toujours rassurés par le sentiment du «too big to fail» pour la Russie, ont repris en compte les risques de crédit, de marché et de transfert sur les pays émergents. Le contrôle des changes instauré par la Malaisie le 1^{er} septembre 1998 a été un facteur amplifiant ce sentiment, incitant à une réallocation des actifs. La situation en Asie du Sud-Est est en voie d'amélioration, ces pays bénéficiant de comptes courants excédentaires et d'un raffermissement de leurs devises. Un écueil essentiel à surmonter reste cependant la fragilisation des secteurs bancaires.

Graphique 6

Evolution de l'indice thaïlandais SET



Sources: Reuters

Graphique 7

Evolution du cours USD/THB



Graphique 8

Evolution de l'indice indonésien JKSE



Graphique 9

Evolution du cours USD/IDR



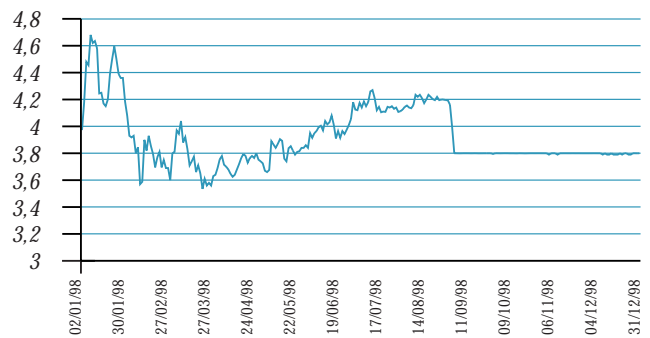
Graphique 10

Evolution de l'indice malaysien KLEM



Graphique 11

Evolution du cours USD/MYR



Source: Reuters

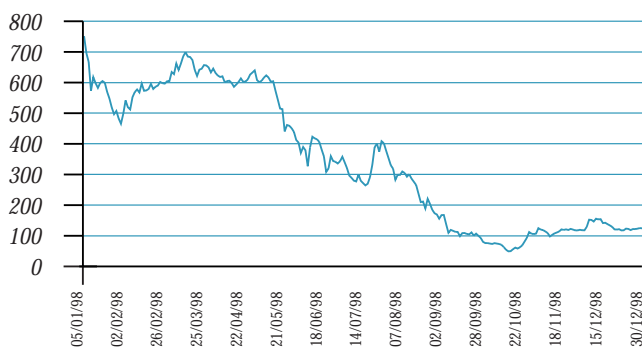
En Russie, épiceutre de la seconde crise, les événements d'août ont mis le rouble sous pression. Du 17 août 1998, date de la déclaration du gouvernement russe, au 30 décembre 1998, la valeur du rouble par rapport au dollar américain a été divisée par trois. Durant le même espace de temps, l'indi-

ce boursier russe RTX a perdu 39,62% de sa valeur. Les conséquences sur le système bancaire ont été dramatiques, l'assèchement des liquidités survenant de la perte de confiance en les établissements bancaires. A la mi-septembre, l'Etat russe a nationalisé les deux plus grandes banques privées.



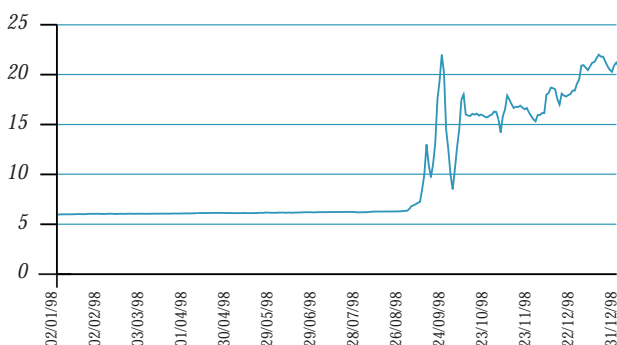
Graphique 12

Evolution de l'indice russe RTX



Graphique 13

Evolution du cours USD/RUB



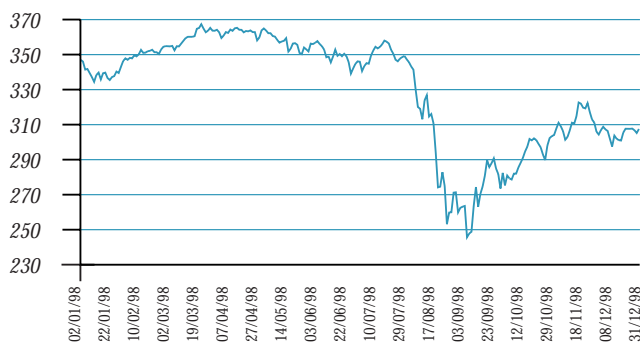
Source: Reuters

La crise russe a induit une pénurie de flux financiers privés vers les marchés émergents, une difficulté croissante pour l'accès aux marchés des capitaux, ainsi que des secousses boursières aussi bien au sein des pays émergents qu'au sein des pays «industrialisés». Les «spreads» sur les taux longs entre les obligations des pays émergents et les titres étatiques de toute première qualité, tels que par exemple les T-bonds américains, se sont dramatiquement élargis. Ce phénomène s'est éga-

lement vérifié aux Etats-Unis pour les «junk-bonds». En plein tumulte financier, les opérateurs, en besoin de liquidités, ont en premier lieu liquidé leurs positions obligataires dans les marchés émergents pesant ainsi sur leurs marchés. L'indice obligataire des pays émergents, le «Emerging Market Bond Index» (EMBI), reflète clairement cette situation de dépression des marchés obligataires des zones en question.

Graphique 14

Evolution du «Emerging Market Bond Index»



Source: Reuters

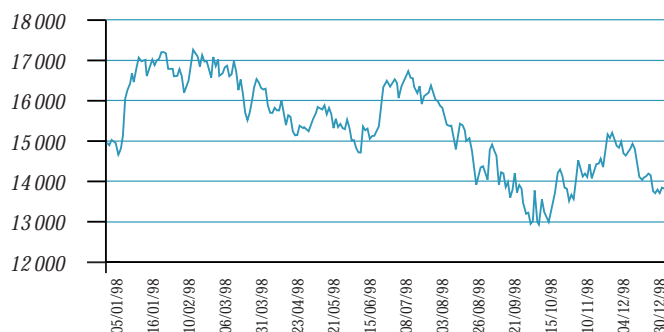
La contagion de la crise russe s'est portée sur les pays d'Amérique latine, en particulier le Brésil, ayant comme point commun avec la Russie d'être un pays fortement endetté. Pour 1998, le déficit public s'est chiffré à quelque 7,5% du PIB. L'impact de cette crise en Amérique latine a pu être apaisé suite à l'aide de la communauté internationale, sous l'égide du FMI. Cependant, l'incertitude sur la mise en œuvre au Brésil des mesures d'austérité préconisées par le FMI a affecté les marchés boursiers, entraînant par la même occasion une baisse des rendements obligataires à long terme américains et européens.

Le Japon, figure de proue du continent asiatique, a souffert du recul important de la demande des pays

d'Asie du Sud-Est, débouchés importants pour les exportations. L'Archipel s'est lentement embourbé dans la récession, affichant une progression du PIB réel de 1,4% en 1997 alors que pour 1998, il a décliné de près de 3%. Au cours de l'année sous revue, le yen s'est fortement apprécié par rapport au dollar à partir d'août, affichant dans la foulée une hausse substantielle en septembre. En effet, le yen a bénéficié des baisses successives des taux américains et des débouclages de positions en yens, les opérateurs anticipant un yen à la baisse, entre 160 et 180 yens pour un dollar jusqu'à la fin 1998. Au niveau boursier, cette ascension du yen a porté atteinte aux valeurs exportatrices, une des explications entraînant une baisse du marché japonais.

Graphique 15

Evolution du Nikkei



Source: Reuters

A la mi-décembre, le rating du Japon a été revu à la baisse de Aaa à Aa1, considérant que le nouveau plan de relance allait fortement peser sur le budget nippon. En effet, faisant face à la crise, les autorités japonaises ont notamment décidé de la mise en place d'un programme de recapitalisation et d'assainissement du secteur bancaire. Ce plan fait passer les fonds disponibles pour le secteur bancaire à JPY 60 billions sous l'égide d'une nouvelle entité, la Commission de revitalisation financière¹.

¹ Financial Revitalization Commission (FRC)

Graphique 16

Evolution du cours USD/JPY



Source: Reuters

Les marchés boursiers américain et européen ont bien progressé jusqu'à la mi-juillet, profitant d'une croissance soutenue, en particulier aux Etats-Unis, en absence de toute poussée inflationniste. Au delà, le marché américain a commencé à prendre en compte les mauvaises performances potentielles des entreprises, entraînant dans son sillage les principaux marchés européens. Avec le déclenchement de la crise russe, cette chute s'est aggravée, les marchés pâtissant surtout de dégagements sur des valeurs bancaires exposées dans les pays émergents. Après cette dégringolade boursière et les perspectives moroses sur la croissance engendrées par les crises financières, couplées à une inflation basse et à une pression sur les marchés des crédits (crainte d'un «credit crunch»), la Federal Reserve (FED) a baissé son taux directeur à trois reprises de vingt-cinq points de base entre fin septembre et mi-novembre. Les banques centrales de la zone euro ont également détendu leurs taux début décembre, prenant également en compte, outre le ralentissement de la croissance, le besoin de convergence au sein de la zone euro avant la genèse de l'UEM. La BCE a ensuite annoncé que le taux de la première adjudication de l'opération principale de refinancement serait de 3%.

Les marchés ont repris confiance en fin d'année en Occident, bénéficiant de plusieurs facteurs déjà men-

tionnés: le secours de la communauté financière internationale au Brésil, la baisse des taux aux Etats-Unis et au sein de la zone euro, la vigueur de la croissance aux Etats-Unis associée au comportement des investisseurs faisant quasiment fi des alertes de surévaluation du marché. L'évolution positive de fin d'année a néanmoins été entachée par les événements politiques au Brésil.

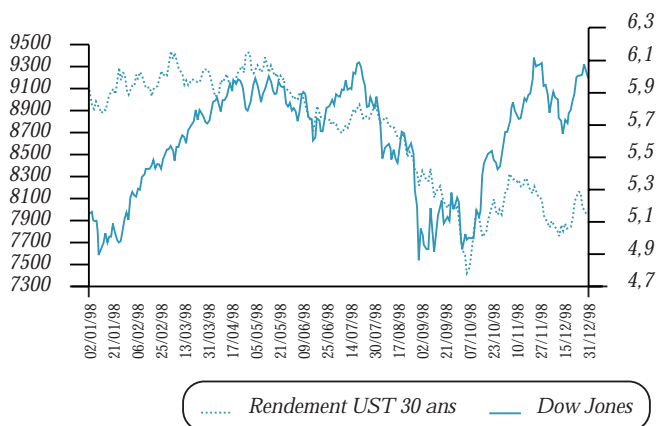
Sur l'année, le Dow Jones a progressé de 16,44%, alors que les deux indices phares principaux européens, le DAX et le CAC 40, ont pris respectivement 15,9 et 29,7%.

Au niveau obligataire, la crise russe a permis aux rendements obligataires d'atteindre des niveaux record à la baisse, les titres étatiques jouant le rôle de valeur refuge dans la fuite vers la qualité. Ainsi, aux Etats-Unis, le rendement du T-Bond sur 30 ans a atteint son niveau le plus bas début octobre, avec un rendement annuel de 4,76%. Au sein de la zone euro, le BUND et l'OAT sur dix ans ont atteint des niveaux minima de respectivement 3,75 et 3,78%.

Ces crises, et particulièrement la crise russe, ont généré un regain de réflexion sur les questions ayant trait au prêteur en dernier ressort, aux systèmes de gestion des risques des institutions financières et aux agissements des fonds de couverture.

Graphique 17

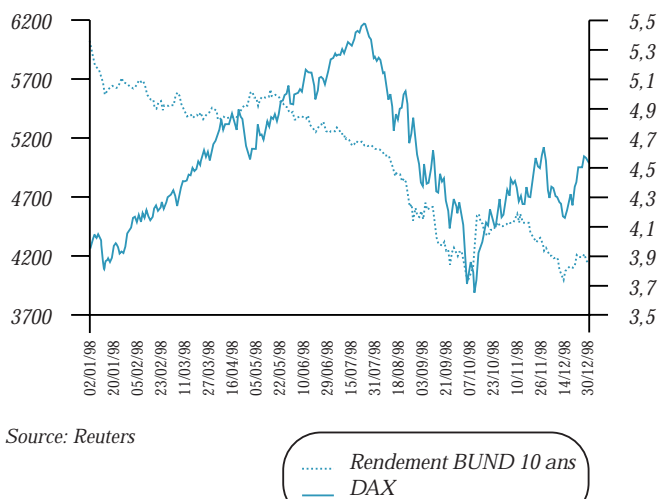
Evolution du Dow Jones et du rendement UST 30 ans



Source: Reuters

Graphique 18

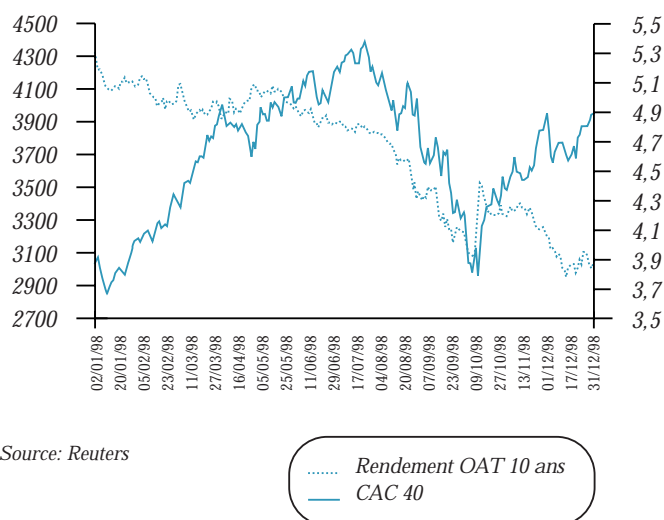
Evolution du DAX et du rendement BUND 10 ans



Source: Reuters

Graphique 19

Evolution du CAC 40 et du rendement OAT 10 ans



Source: Reuters

En effet, le 23 septembre, la Federal Reserve (FED) a annoncé le sauvetage, avec l'aide d'une quinzaine de banques, du fonds de couverture Long Term Capital Management (LTCM), soumis à des appels de marge devenus insoutenables. Cette quasi faillite a relancé le débat sur la transparence des positions prises par ce genre d'institution et sur la question de savoir si un aggiornamento des systèmes de surveillance prudentielle ne devenait pas inéluctable.

1.2 *L'activité au plan luxembourgeois*

1.2.1 *La croissance économique*

A. Introduction

La croissance économique en 1998 a été excellente au Grand-Duché. La croissance réelle du PIB est estimée à 5,5% environ. Ce chiffre varie de 5,2% selon la version nationale à 5,7% selon la version SEC (Système Européen de Comptes) du PIB.

Pour des raisons de comparabilité internationale, les chiffres suivants se réfèrent à la version SEC du PIB.

Ces chiffres signifient que la croissance du PIB s'est accélérée sans interruption depuis 1995 et que le taux de croissance a, en 1998, été largement supérieur à celui de l'année précédente (+ 4,7% en 1997). Comme auparavant, la croissance a été clairement supérieure à celle des pays voisins. Le PIB en volume s'élevait à la fin 1998 à 620,6 milliards de LUF.

B. La croissance selon les agrégats

La consommation privée a augmenté de 3,8% par rapport à 1997, suite en partie à une réforme de

l'imposition des ménages mise en œuvre en 1998. Pourtant, la croissance de la consommation collective des administrations publiques a été plus forte encore (+ 4%). La formation brute de capital fixe (FBCF) a connu l'évolution la plus rapide des différents agrégats du PIB (+ 9,7%), bien que la croissance exceptionnellement élevée de l'année 1997 (+ 15,2%) n'ait pas été atteinte. Celle-ci avait été due entre autres à la reprise de la construction résidentielle et à des facteurs exceptionnels tels que l'achat de deux avions gros-porteurs. En 1998, la FBCF a augmenté sous l'influence d'importants investissements publics (écoles, routes,...) et une croissance soutenue de la construction résidentielle qui a profité d'un niveau des taux d'intérêts très bas. En tout, les emplois finaux nationaux ont augmenté de 5,4% en volume.

Les exportations comme les importations ont fortement progressé, ce qui a résulté dans la compensation de la plus grande partie de l'influence positive des exportations sur la croissance du PIB, par l'influence négative des importations. Les importations du Luxembourg, économie très ouverte, s'élevaient en 1998 à plus de 87% du PIB.

Méthodologie SEC et version nationale du PIB

La méthodologie SEC (Système Européen de Comptes) est une adaptation communautaire du système révisé de comptabilité nationale (SCN) des Nations unies. Le PIB élaboré de cette façon correspond à celui que publie Eurostat pour les pays de l'Union européenne. L'intérêt d'établir le PIB également dans une version «nationale» résulte du fait que selon la méthodologie SEC, la production imputée de services bancaires (la marge d'intérêts) est à considérer comme consommation *intermédiaire*, absorbée par les unités de production

actives sur le territoire. Par conséquent, elle ne contribue pas à l'augmentation du PIB.

Vu les particularités du système bancaire luxembourgeois, la production imputée de services bancaires est, dans la version nationale du PIB, considérée comme étant une affectation finale et contribue donc à l'augmentation du PIB. Le PIB dans sa version nationale est donc systématiquement plus élevé que dans la version SEC. Par contre, le PIB selon la version SEC présente le grand avantage d'être un agrégat harmonisé et comparable aux PIB d'autres pays.

Tableau 2

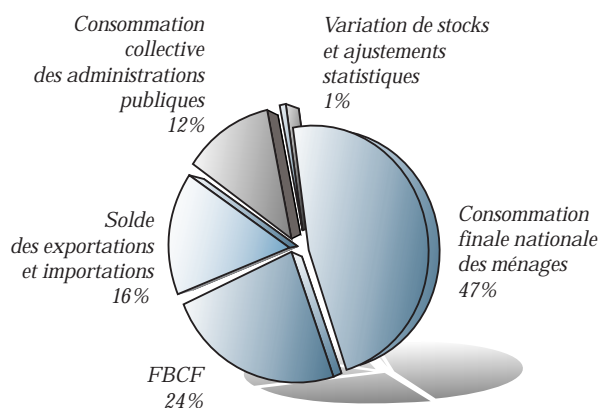
La croissance du PIB (version SEC) en 1998

	variation en volume (en %)	niveaux en volume (mia. de LUF)
1. Consommation finale nationale des ménages	3,8	292,4
2. Consommation collective des administrations publiques	4	75,7
3. FBCF	9,7	147,5
4. Variation de stocks et ajustements statistiques		3,878
5. Emplois finaux nationaux (= 1+ 2+ 3+ 4)	5,4	519,5
6. Exportations (= 7+ 8+ 9)	7,6	704,2
7. Biens	7,5	270
8. Services	8,4	388,7
8 a. dont services bancaires imputés exportés	0,7	60,7
9. Consommation des ménages non-résidents	0	45,6
10. Importations (= 11+ 12+ 13)	8,5	542,5
11. Biens	7,5	369,6
12. Services	0,1	144,8
13. Consommation à l'étranger des ménages résidents	4,4	28,1
14. Solde des exportations et importations (= 6-10)		161,7
15. PIB au prix du marché (= 5+ 14-8 a)	5,7	620,6

Source: STATEC

Graphique 20

Les différentes composantes du PIB en volume (version SEC)



Source: STATEC; calculs BCL

1.2.2 L'évolution des prix et des coûts

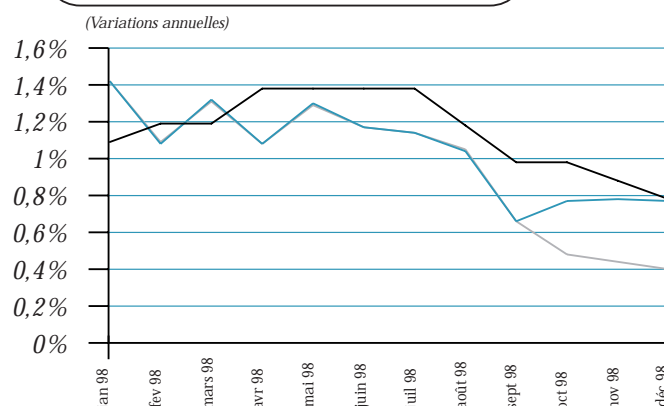
A. Les prix à la consommation

a) L'indice général

L'inflation moyenne annuelle, qui était de 1,38% en 1997, a suivi une tendance à la baisse tout au long de 1998 pour atteindre une moyenne de 0,97%. Cette stabilité des prix est d'autant plus notable que l'activité économique fut importante

Graphique 21

Evolution de l'indice des prix à la consommation



Source: STATEC (Luxembourg) et Eurostat (zone euro)

— Luxembourg
— Inflation sous-jacente luxembourgeoise
— Zone euro

en 1998, avec une croissance réelle du PIB de 5,7%.

Les bons résultats de l'indice ont contribué à l'accroissement de l'écart entre l'inflation luxembourgeoise et celle de la zone euro. L'explication de la meilleure performance de notre économie doit être recherchée dans deux éléments.

Tout d'abord, il faut considérer l'arithmétique même de la composition de l'inflation de la zone euro. En effet, l'IPC de la zone euro est constitué par l'agrégation des IPC nationaux, qui présentent toujours des différences.

En deuxième lieu, il faut considérer les facteurs spécifiques. L'inflation du Luxembourg est très fortement corrélée à l'inflation de nos pays voisins. Ces derniers ont également connu une inflation plus modérée que celle de la zone euro. La forte ouverture de notre économie, raison de cet accrochage de notre inflation à celle de nos pays voisins, par le mécanisme de l'inflation importée explique déjà la meilleure performance de notre économie.

Dans le contexte de l'appartenance du Luxembourg à la zone euro, la comparaison de l'inflation nationale à celle de la zone euro est d'autant plus importante que la politique monétaire n'est plus axée sur la zone belgo-luxembourgeoise, mais sur la zone euro dans son ensemble. Si l'inflation luxembourgeoise devenait supérieure à la moyenne, la politique monétaire unique ne permettrait pas le recours à des moyens nationaux de politique monétaire. Dans un tel cas de figure, il faudrait avoir recours à des instruments de politique économique; un tel écart nuirait à la compétitivité de l'économie luxembourgeoise.

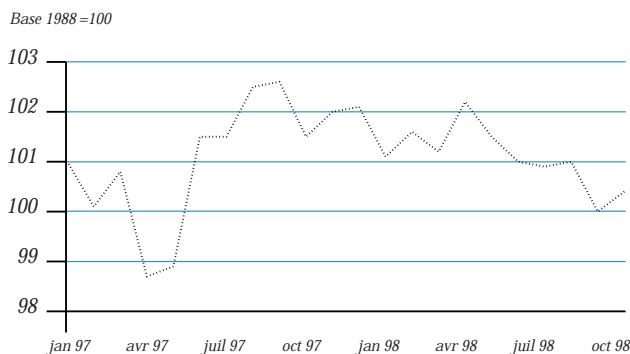
L'inflation sous-jacente suit l'inflation tout au long de 1998 jusqu'en août 1998, puis devient plus robuste que l'IPC. Cela est dû au fait que les prix de consommation de biens énergétiques ne sont pas inclus dans cet indicateur. De même, la baisse qu'ont connu certains prix mondiaux n'a pas d'effet sur celui-ci, car elle exclut les biens et services dont les prix se forment sur le marché mondial et ceux dont les prix sont caractérisés par des variations erratiques.

Le contexte économique global, et principalement la baisse des prix énergétiques et des matières premiè-

res, ainsi que les crises financières successives, ont freiné l'inflation importée. L'indice des valeurs unitaires à l'importation mesurant le prix réel relatif d'une unité importée a nettement diminué. Il chute de 102,6 en septembre 1997 à 100,4 en octobre 1998 (dernière valeur connue), soit une baisse de 2,14%.

Graphique 22

Indice des valeurs unitaires à l'importation



Source: STATEC

b) Les sous-composants de l'indice général

Les catégories de biens, contenus dans le panier de l'indice général, ont connu des évolutions relativement différentes.

Les prix à la consommation des produits alimentaires ont subi la plus forte croissance en 1998. Un hiver rigoureux avait entraîné la hausse des prix des légumes fin 1997. En 1998, de meilleures conditions climatiques ont ralenti la croissance des prix qui ne se situe plus que légèrement au-dessus des 2% à partir d'octobre. La croissance des prix à la consommation des services a été nettement plus lente en 1998 qu'en 1997. A titre d'explication, on peut citer la libéralisation du marché des télécommunications qui a produit une forte baisse des prix dans ce secteur et particulièrement grâce aux réseaux de téléphonie mobile. La baisse du prix

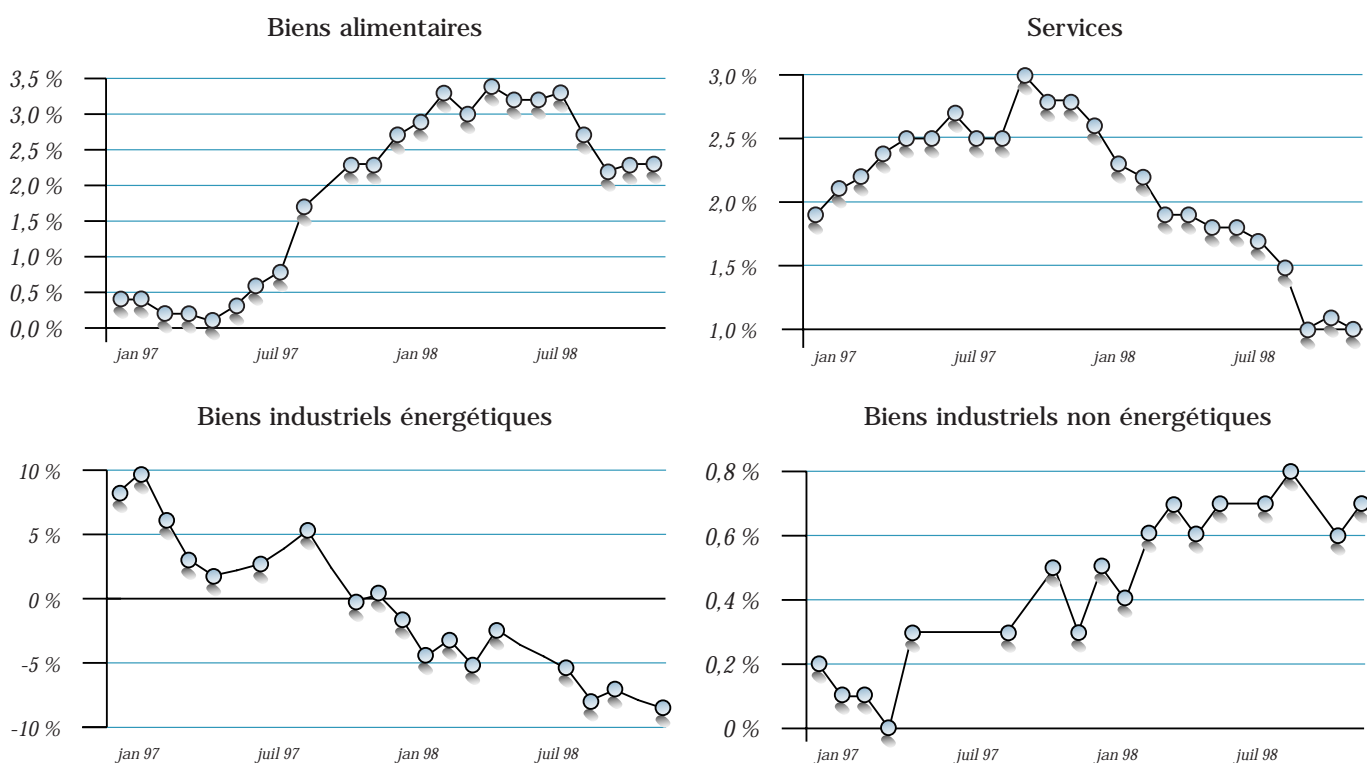
du pétrole, déjà commentée plus haut, et par transmission la baisse de l'ensemble des prix des produits énergétiques, est un des principaux facteurs explicatifs de la forte baisse des prix des biens industriels énergétiques. Dès lors, la hausse probable du prix du pétrole en 1999 viendra

B. Les prix à la production

Au cours de l'année 1998, un léger ralentissement du taux de croissance de la production industrielle entre le début et la fin de l'année va de pair avec un recul de l'utilisation des capa-

Graphique 23

Evolution des prix à la consommation par catégories de biens (variations annuelles)



Source: STATEC et Eurostat

La pondération des divers sous-indices dans l'indice général est la suivante: Biens alimentaires=19,11%; Services=31,83%; Biens industriels énergétiques=7,62%; Biens industriels non énergétiques=41,44%.

apporter une contribution en sens inverse. Les prix des biens de consommation industriels non énergétiques ont augmenté plus fortement en 1998 qu'en 1997 surtout au deuxième semestre. Ils ont été stimulés par la bonne conjoncture dans l'industrie.

cités de production de 88% à 85% entre le deuxième et le dernier trimestre de 1998. Ce ralentissement, en phase avec les autres pays de la zone euro, pourrait s'inverser étant donné qu'en septembre et octobre la production

repart. Ces résultats sont également confirmés par l'évolution des indices de confiance de l'industrie.

La croissance annuelle des prix à la production des produits industriels (IPP) a décéléré au cours de l'année 1998, pour atteindre des niveaux négatifs à partir de septembre. Etant donné que l'industrie luxembourgeoise est tributaire des importations, on peut remarquer que l'IPP suit la baisse des valeurs unitaires à l'importation. L'IPP est beaucoup plus volatile que les prix à la consommation et même que les prix à l'importation.

Il s'agit essentiellement des prix des biens intermédiaires qui exercent une forte pression à la hausse et enregistrent + 4,4% de hausse entre janvier et décembre, et des biens d'équipement (+ 3,0%). Les biens représentent 69% de la production prise en compte pour la pondération de l'indice. Plus spécifiquement, les produits sidérurgiques et ferro-alliages, pondérés à 34% à eux seuls, enregistrent une hausse de 6,1%, les ouvrages de métaux (pondération = 12%) enregistrent 2,8%. Les biens de consommation affichent une baisse de -1,8% (comptent pour 17,4%). En termes de marché, ce sont essentiellement les prix à l'exportation qui ont poussé l'indice général à la baisse. Ceux-ci sont exposés aux marchés mondiaux qui ont eu une tendance déflationniste en fin d'année.

Les prix sur le marché domestique affichent une résistance plus forte tant à la baisse qu'à la hausse.

Perspectives pour 1999

Tout comme pour l'inflation de la zone euro, les conditions qui ont mené à la baisse de l'inflation nationale ne prévaudront sans doute pas en 1999. Dans le cas luxembourgeois, l'évolution des coûts jouera un rôle important en 1999.

C. L'évolution des coûts

a) Les particularités luxembourgeoises

La particularité de l'évolution salariale luxembourgeoise est triple:

- Indexation institutionnalisée des salaires (échelle mobile). Une tranche indiciaire échoit dès que l'évolution de l'indice des prix à la consommation national augmente de plus de 2,5%. L'indice IPC national, base 1-jan-1948, se distingue de l'indice harmonisé (IPCH). Bien que depuis le 1^{er} janvier 1997, les deux soient basés sur le même panier, certaines évolutions des prix sont neutralisées dans l'indice national: p.ex. la hausse des taxes sur l'essence qui a eu lieu ce 1^{er} janvier 1999.
- La prédominance de contrats collectifs. Cette particularité rend l'analyse de l'évolution des salaires difficile à prévoir, car les déterminants des rémunérations peuvent s'écarter des variables économiques telles la productivité et l'activité économique. Une étude récente¹ du modèle de Layard et Nickell (1986), dans lequel les salaires sont déterminés par négociation entre employés et employeurs, a démontré que celui-ci pouvait modéliser de manière cohérente le marché de l'emploi luxembourgeois.
- L'effet d'entraînement du secteur financier.

b) Evolution au niveau de l'économie entière

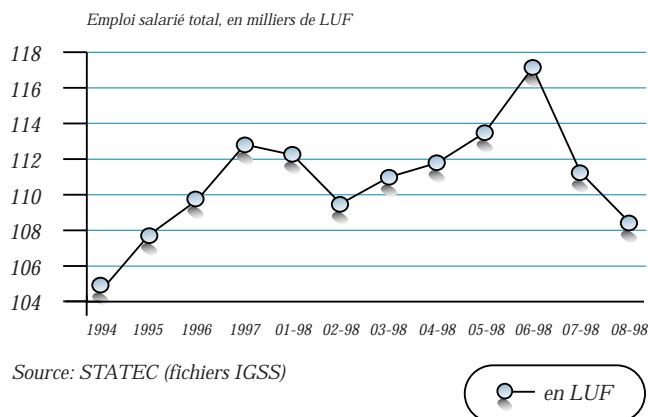
Au cours des huit premiers mois de 1998, l'évolution du coût salarial est restée modérée à l'exception du mois de juin.

La moyenne des huit premiers mois est inférieure à la valeur de 1997, soit LUF 111 856 par rapport à LUF 112 814. Cependant, les valeurs sont relativement saisonnières et il faut se préserver de toute interprétation abusive. En effet, l'année

¹ Paolo GUARDA, «Wages, Prices and Employment: the Luxembourg Supply Side», *Cellule de Recherche en Economie Appliquée, Centre de Recherche Public - Centre Universitaire Luxembourg, 24 Novembre 1998.*

Graphique 24

Coût salarial par mois et par personne



1997 enregistra une hausse de 2,9% essentiellement due à la révision biennale du salaire minimum et à l'application d'une indexation institutionnelle. Ces deux facteurs expliquent en grande partie la modération des salaires en 1998. Aucune tranche indiciaire n'est venue à échéance au courant de l'année 1998, augmentant par là la probabilité d'occurrence de celle-ci en 1999. Des négociations collectives dans le secteur financier interviendront en 1999; elles pourraient avoir un effet d'entraînement dans le reste de l'économie. Par ailleurs, le salaire minimum a augmenté au 1^{er} janvier 1999:

Hausse	+ 1,3%
Personnes concernées	32 125
Ouvrier non qualifié de 18 ans:	46 878 LUF

c) Evolution dans l'industrie

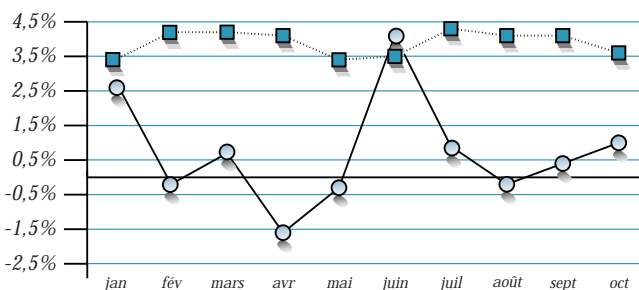
La bonne situation conjoncturelle du premier semestre 1998 a induit une hausse des salaires plus élevée dans l'industrie que dans le reste de l'économie.

La moyenne mobile sur 12 mois atteint 3,6% pour le mois d'octobre. Il faut noter la forte volatilité du coût salarial, qui comprend également les gratifications et autres bonus qui sont variables et liés aux résultats des entreprises,

comme stipulé dans les conventions collectives. La variation de mois à mois est nettement inférieure à la variation en moyenne mobile en raison de la forte hausse de + 35% au mois de décembre 1997 due à l'augmentation des bonus de fin d'année.

Graphique 25

Indice des salaires dans l'industrie en 1998



Source: STATEC (Enquêtes de l'activité dans l'industrie)

■ Moyenne mobile de 12 mois
● Variations t à t-12

Méthode: Les variations annuelles du mois en cours par rapport au même mois de l'année précédente sont très volatiles d'où l'utilisation de la moyenne mobile. Celle-ci mesure les variations sur les derniers douze mois par rapport aux douze mois précédents. Par exemple pour le mois d'octobre, il s'agit de la variation entre la période novembre97-octobre98 par rapport à la période novembre96-octobre97.

1.2.3 Le marché du travail

A. L'emploi

Plus encore qu'en 1997, l'emploi a profité de la forte croissance économique et a considérablement progressé au cours de l'année 1998. L'emploi salarié intérieur a augmenté de 209 991 en moyenne annuelle 1997 à 219 884 employés en moyenne annuelle 1998, ce qui correspond à une croissance du nombre des employés salariés de 4,7% (1997: + 3,38%). Le nombre des indépendants a connu une évolution légèrement positive (de 16 608 à 16 680 en moyenne annuelle ou +0,43%) de sorte que

l'emploi total intérieur (la somme des deux) était de 236 564 en 1998 contre 226 599 en 1997 – une augmentation de 4,4%.

L'emploi national – qui correspond à l'emploi total intérieur augmenté du nombre des fonctionnaires internationaux et diminué du solde des frontaliers – a augmenté plus lentement, avec une croissance de 2% respectivement de 3 419 personnes à 173 959. La forte croissance de l'emploi total intérieur est dans sa plus grande partie due à la forte augmentation du nombre de travailleurs frontaliers qui a connu une progression fulgurante de 10,16% soit de 6 546 personnes pour atteindre les 70 969. 66% des 9 965 emplois nouvellement créés en 1998 ont été occupés par des frontaliers, ce qui est généralement – vu le taux de chômage relativement bas – considéré comme la raison pour laquelle une surchauffe sur le marché du travail, accompagnée par des pressions inflationnistes, n'a pas encore eu lieu. Il faut remarquer que ce taux, même s'il peut sembler élevé, est pourtant nettement inférieur à celui des années précédentes, qui s'élevait souvent à 80%.

B. Le chômage

En 1998, le nombre moyen des offres d'emplois non satisfaites (OENS) enregistrées s'élevait à 1 443 en moyenne. Le nombre le plus bas a été constaté au mois de février (1 195) ainsi qu'en décembre (1 005). A partir du mois de février, le nombre d'OENS a augmenté pour atteindre un sommet en septembre (1 695), puis a diminué constamment jusqu'à la fin de l'année. Ce mouvement, à savoir la croissance du chiffre à partir du deuxième tiers du premier trimestre jusqu'à la fin du troisième trimestre, puis la chute ininterrompue à un niveau comparable à celui du début de l'année, rend plausible l'existence d'une forte composante saisonnière dans le mouvement des OENS.

² Le taux de chômage est calculé en divisant le nombre de demandes d'emploi non satisfaites par la population active.

En ce qui concerne le chômage, le Luxembourg se trouve dans une situation bien meilleure que la plupart des pays. En décembre 1998, le taux de chômage a été de 3%, ce qui correspond à 5 313 demandes d'emploi non satisfaites². Ces chiffres sont clairement inférieurs à ceux du même mois de l'année précédente, (4,3%; 7 624 demandes d'emploi inscrites), tout comme la moyenne du taux de chômage de l'année 1998 (3,1%) est nettement inférieure à la moyenne correspondante de 1997 (4,1%). Comme les OENS, les DENS et le taux de chômage sont sujets à des variations saisonnières significatives. Ainsi on constate, au mois de septembre, une forte augmentation du nombre des DENS. Ce saut est surtout dû au fait qu'à ce moment-là les élèves ayant terminé leurs écoles arrivent sur le marché du travail et bon nombre d'entre eux s'inscrivent à l'ADEM (Administration de l'Emploi) comme demandeurs d'emploi.

Tableau 3

Evolution du chômage

	Taux de chômage	DENS
Décembre 1997	4,3%	7 624
Décembre 1998	3,0%	5 313
Moyenne 1997	4,1%	7 137
Moyenne 1998	3,1%	5 534

DENS: Demandes d'emploi non satisfaites

Pourtant, une comparaison de l'évolution du chômage par rapport aux années avant 1998 est plus compliquée. En effet, il y a eu, le 1^{er} janvier 1998, une rupture de série en ce sens qu'à partir de cette date, l'ADEM tient compte séparément des demandes d'emploi non satisfaites au sens strict et des personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi.

Dans ce contexte, il faut distinguer sept sortes de mesures pour l'emploi:

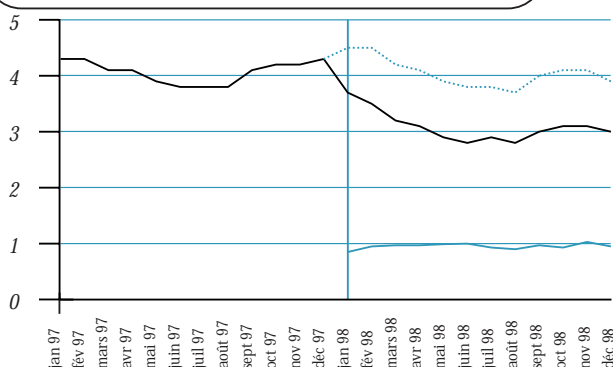
- les contrats de stage-initiation,
- les stages de préparation en entreprise,
- les divisions d'auxiliaires temporaires,
- la formation ADEM,

- le pool des assistants,
- les mesures spéciales,
- les mises au travail.

On peut argumenter que certaines de ces mesures – très différentes – correspondent à des activités qu'on pourrait comparer à de véritables emplois. Il est cependant clair qu'il ne s'agit pas de véritables emplois en ce sens que des contrats de travail auraient été conclus par un employeur et un(e) employé(e) seuls, sans prise d'influence (financière surtout) de l'administration publique.

Graphique 26

Taux de chômage (en %); avec une rupture de série le 1^{er} janvier 1998



..... ancienne définition
 — influence du changement de définition
 — taux officiel

Lorsqu'on applique donc l'ancienne définition du chômage aux chiffres de l'année 1998, on constate que le taux de chômage n'a que très légèrement diminué de 4,07% à 4,04% et que le nombre de demandeurs d'emploi a même légèrement augmenté de 115 personnes pour atteindre les 7 252.

Vu que le nombre de personnes bénéficiant d'une des mesures pour l'emploi a presque doublé entre janvier 1997 (947) et décembre 1998 (1 725), on

peut se demander s'il ne faut pas s'attendre à l'avenir à une disparité croissante entre le taux de chômage officiel et le nombre effectif de personnes à la recherche d'un emploi. Ceci mènerait à une situation dans laquelle des chiffres apparemment excellents ne cachent en fait qu'une situation qui, bien qu'étant nettement meilleure que celle des marchés du travail de la plupart des pays du monde, évolue néanmoins d'une manière moins bonne qu'on ne pourrait penser à première vue. En effet, lorsque, de l'autre côté, on applique la nouvelle définition aux deux années 1997 et 1998, on constate que le taux de chômage a baissé de 3,3% à 3,1% et que le nombre de demandeurs d'emploi (au sens large, cette fois-ci) a diminué de 326 personnes, ce qui correspond à une baisse du nombre de chômeurs de 5,6%.

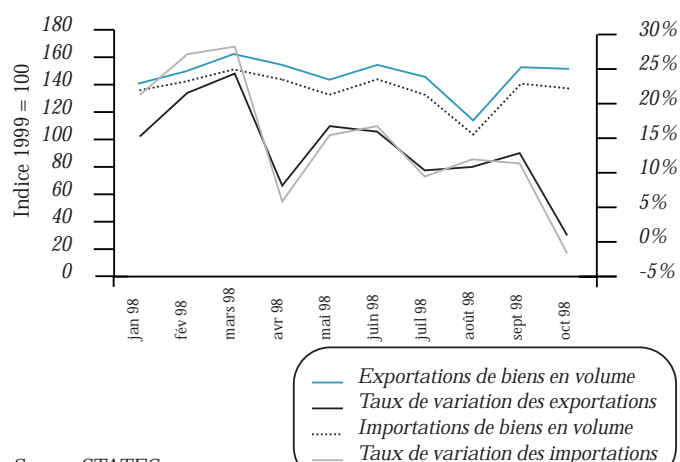
1.2.4 Les relations extérieures

Le commerce extérieur

Si le début de l'année 1998 a connu une forte croissance des échanges extérieurs, celle-ci s'est ralentie au cours de l'année. La cause de cette évolution se trouve dans une accalmie des activités industrielles.

Graphique 27

Commerce extérieur (volumes)



Source: STATEC

Sur les dix premiers mois, les exportations du Luxembourg en 1998 ont augmenté de 15% par rapport à la même période en 1997. Les taux de croissance mensuels très élevés du début de l'année ont baissé cependant à la suite. Ainsi, les exportations atteignent quelque 240 milliards de LUF pendant cette période.

D'un autre côté, les importations ont augmenté d'à peu près 10% durant les dix premiers mois pour se chiffrer finalement à quelque 300 milliards de LUF. Toutefois, les taux de variation mensuels ont diminué pendant cette période. Cette diminution découle d'un ralentissement de la production industrielle ainsi que d'une baisse des prix pétroliers.

Tableau 4

Commerce extérieur

	1997	1997 (jan.-oct.)	1998 (jan.-oct.)	Taux de variation
Exportations totales	250,5	287,6	238,5	14,88%
dont UE	211,2	175,4	200,1	14,88%
dont hors UE	39,3	32,34	38,5	19,85%
Importations totales	335,4	271,9	298,2	9,67%
dont UE	297,8	244,9	270,5	10,45%
dont hors UE	37,7	27,24	27,7	1,69%
Solde total	-85	-64,3	-59,7	-7,15%
Solde UE	-86,6	-69,5	-70,4	1,29%
Solde hors UE	1,6	5,1	10,8	111,76%

Note: additions sur la base de données mensuelles arrondies

Unité: milliards de LUF

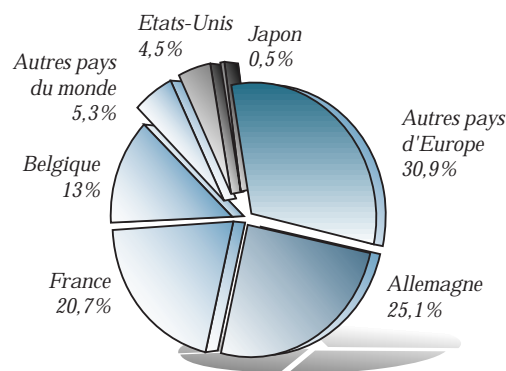
Source: STATEC

La progression des exportations ayant été plus forte que celle des importations au cours des dix premiers mois de l'année, le solde de la balance commerciale s'est amélioré de 4,6 milliards de LUF, une baisse donc de 7% approximativement.

Du côté des exportations, presque 90% du commerce se fait avec des pays européens et presque 60% avec les pays voisins.

Graphique 28

Exportations: parts par pays

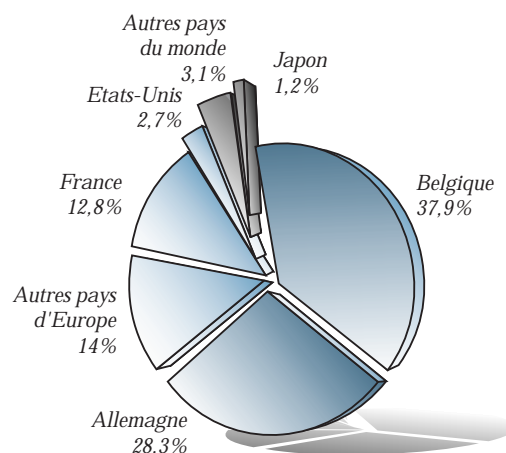


Source: STATEC (données jusqu'en octobre 1998)

Du côté des importations, cette image est encore plus prononcée: presque 95% des importations proviennent de pays européens et 70% des pays voisins.

Graphique 29

Importations: parts par pays



Source: STATEC (données jusqu'en octobre 1998)

La ventilation de l'apport des différents secteurs aux exportations et importations montre que la croissance des importations de services a été plus grande que celle des exportations. Du côté des biens, la croissance des exportations a été un peu plus forte que celle des importations. Le tout

Tableau 5

Ventilation des exportations et importations

	1997	1998 e	Taux de variation
EXPORTATIONS	654,4	718,6	9,81%
Biens (F.O.B.)	251,1	276,2	10,80%
Services	358,5	397,7	10,93%
dont: Services bancaires imputés exportés	60,3	63,2	4,81%
Consommation des ménages non résidents	44,9	44,6	-0,67%
IMPORTATIONS	500	550	10,00%
Biens (F.O.B.)	343,9	374,8	8,99%
Services	129,3	146,8	13,53%
Consommation à l'étranger des ménages résidents	26,9	28,3	5,20%
SOLDE	154,4	168,6	-0,19%
Biens (F.O.B.)	-92,8	-98,6	1,01%
Services	229,2	250,9	-2,60%
Consommation	33,4	34,9	-0,40%

Source: STATEC

Notes: Unité: milliards de LUF; F.O.B.: free on board; e: estimation

résulte en un solde presque inchangé par rapport à la même période en 1997.

La balance des paiements

Au premier semestre de 1998, l'excédent courant était en léger recul, pour s'élever à quelque 32 milliards de LUF. Comme aussi bien les recettes que les dépenses ont connu des accroissements très prononcés, le solde résultant est resté relativement stable. Toutefois, certains soldes partiels ont connu des évolutions divergentes.

Le déficit commercial a diminué de quelque 3 milliards de LUF à la suite d'une expansion des exportations de marchandises de 17%. Cette diminution résulte des très bonnes performances réalisées par les principales industries du Luxembourg au cours des six premiers mois.

Les échanges extérieurs de services ont affiché une expansion similaire que les flux de marchandises. Si d'une part la valeur des recettes a connu une croissance de 14%, celle des dépenses a été de 24%. Compte tenu de cette évolution plus rapide des achats de services à l'étranger, l'excédent restant de 42 milliards de LUF pour le premier semestre est en

léger recul par rapport au résultat du premier semestre de l'année précédente. Cette baisse s'explique essentiellement par une dépense croissante des services aux entreprises. Les entreprises résidentes – toutes branches confondues – se sont en effet fournies davantage chez des entreprises étrangères. Il convient de noter, par ailleurs, la consolidation des excédents importants au niveau des services financiers et des communications.

La progression continue de l'emploi frontalier a généré un accroissement de la rémunération des salariés non résidents qui s'est élevée à quelque 42 milliards de LUF pour le premier semestre. Le déficit du revenu du travail s'est chiffré à plus de 30 milliards de LUF, contre 26 milliards un an auparavant.

Le résultat net des revenus d'investissement dépasse légèrement le niveau de l'année précédente. Cette évolution traduit la bonne performance du secteur bancaire au cours de la première moitié de 1998. Cependant les perturbations de la crise financière internationale à la fin de l'année 1998 ne vont vraisemblablement pas passer sans laisser des traces. Cette influence sur l'activité de la place finan-

cière du Luxembourg se traduira dans les résultats du deuxième semestre 1998.

Tableau 6

Balance courante

	Premier semestre 1997	Premier semestre 1998
<i>Soldes</i>		
Opérations courantes	33,9	32,3
Marchandises	-32,4	-29,0
Services	46,3	42,0
Salaires	-26,3	-30,2
Revenus des investissements	55,6	57,5
Transferts courants	-9,3	-8,0

Note: tous les chiffres sont en milliards de LUF
Source: STATEC

1.2.5 Les finances publiques

L'orientation fondamentale de la politique budgétaire

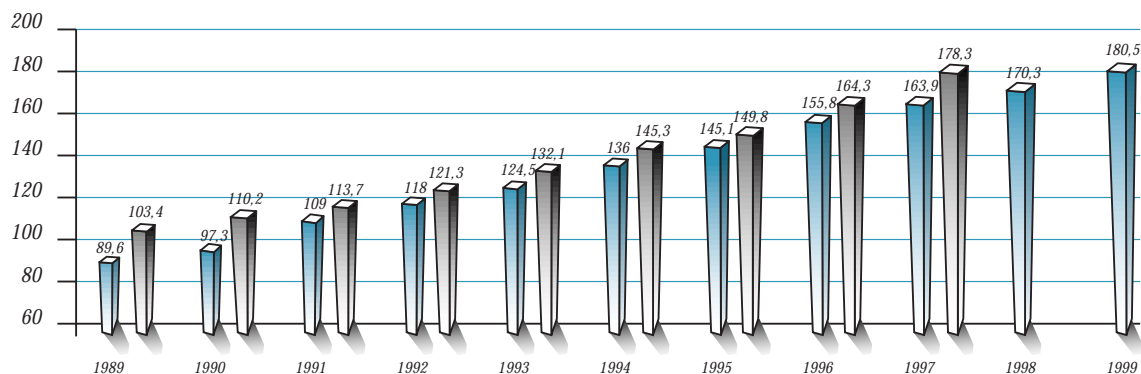
Dans sa déclaration du 22 juillet 1994 devant la Chambre des Députés, le gouvernement avait affirmé sa volonté de mener une politique budgétaire prudente en veillant plus particulièrement à ce que la progression des dépenses de l'Etat soit liée à la

croissance économique. A cette fin, la progression des dépenses de l'Etat devait être contenue dans les limites de la croissance moyenne du produit intérieur brut durant la période quinquennale qui devait suivre. Les mérites d'un tel principe de prudence sont indubitables. Toutefois, l'application de celui-ci se limite à l'évolution des dépenses de l'Administration centrale¹; il n'est donc pas à confondre avec l'établissement d'un objectif de solde pour l'Administration publique. Une application plus rigoureuse de la norme budgétaire, notamment en ce qui concerne les dépenses financées à travers le mécanisme des fonds spéciaux, accompagnée d'une extension de la norme à l'évolution des dépenses de la Sécurité sociale semble appropriée. Une telle généralisation de la norme budgétaire paraît d'autant plus nécessaire que les prévisions budgétaires pour l'évolution du PIB et des recettes budgétaires en découlant ont été systématiquement inférieures aux résultats effectifs.

Ainsi, les taux de croissance des recettes et des dépenses pour 1998 sont à considérer avec prudence étant donné les prévisions très optimistes et le PIB provisoire.

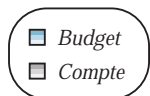
Graphique 30

Evolution des recettes budgétaires totales



Note: les chiffres sont exprimés en milliards de LUF; Source: Inspection Générale des Finances (IGF)

¹ L'Administration centrale, ou l'Etat, constitue une des trois parties de l'Administration publique à côté des Administrations communales et de la Sécurité sociale.



Les recettes

La structure des recettes de l'Administration centrale est restée presque inchangée au cours des neuf dernières années malgré les réformes. Les rapports impôts directs ou indirects au PIB sont restés quasiment constants. Cette stabilité se retrouve dans la structure de tous les sous-groupes des recettes.

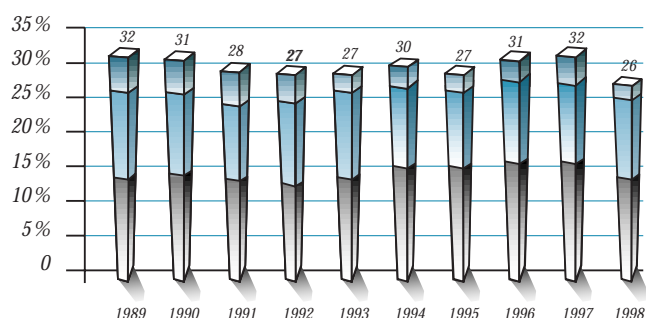
Abstraction faite de l'année 1998, dont les chiffres constituent des estimations, l'impôt général sur le revenu constitue avec 48,66% des recettes ordinaires de loin la plus importante source de revenus de l'Administration centrale. L'impôt sur le revenu des personnes physiques, y compris les impôts fixés par voie d'assiette, représente le poste le plus important de cette catégorie d'impôts et, en même temps, la principale source de recettes ordinaires. Les impôts sur les collectivités, quoique notables, ne comptent que pour 18% des recettes ordinaires. Les impôts indirects constituent la deuxième source de revenus de l'Etat. A ce niveau, on retrouve la TVA comme principale composante de cette catégorie d'impôts.

Une analyse plus fine de la structure économique des recettes fiscales par secteur économique ou par agents économiques est difficile à réaliser compte tenu du manque de données statistiques disponibles. Toutefois, des contributions des différents secteurs d'activités dans la formation de la valeur ajoutée globale, il ressort clairement l'aspect monolithique de l'économie luxembourgeoise. Dans ce contexte, il n'est guère surprenant de constater que l'imposition des bénéfices générés par le secteur bancaire constitue à peu près 20% des recettes ordinaires. Ce chiffre à lui seul indique la fragilité du budget et sa dépendance très élevée à l'égard du secteur bancaire. Si l'on y ajoute les impôts sur le revenu des personnes physiques travaillant dans le secteur bancaire ainsi que les autres taxes et redevances qui frappent les établissements de crédit, la contribution de ce sec-

teur aux recettes ordinaires atteint au moins le niveau des 25%. Au delà du secteur bancaire on remarque une prépondérance du secteur tertiaire dans la structure des recettes étatiques.

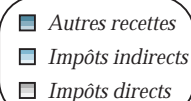
Graphique 31

Structure des recettes de l'Administration centrale en pourcentage du PIB



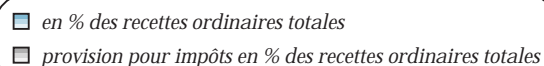
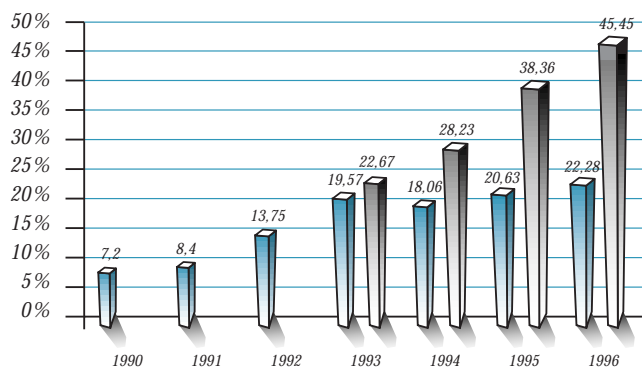
Notes:
les chiffres pour 1997 sont provisoires
les chiffres pour 1998 sont des estimations

Sources: IGF et STATEC



Graphique 32

Importance des impôts payés par le secteur bancaire



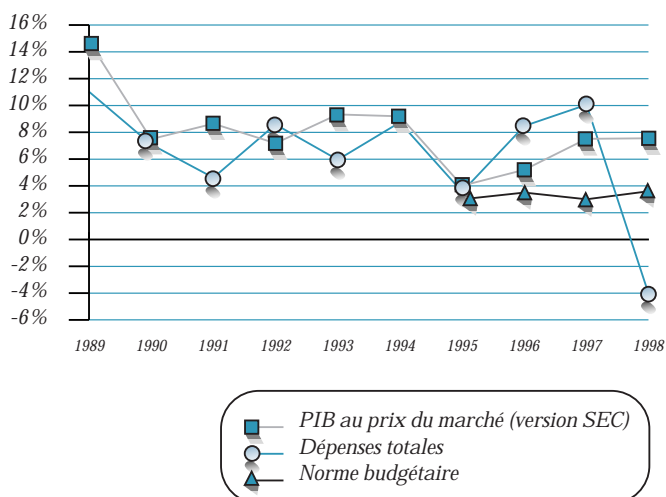
Source: Banque centrale du Luxembourg (BCL); données issues des bilans des établissements de crédit

Les dépenses

La politique budgétaire est devenue plus expansionniste. Le taux de variation annuel des dépenses de l'Administration centrale indiquait une croissance moyenne de 7,54% de 1989 à 1997. Son mouvement au cours du temps n'a pas connu de grandes fluctuations et suivait, conformément à l'orientation fondamentale de la politique budgétaire du gouvernement actuel, l'évolution du PIB.

Graphique 33

Taux de variation des dépenses totales et du PIB



Notes: les chiffres pour 1997 sont provisoires
les chiffres pour 1998 sont des estimations
Sources: IGF et STATEC

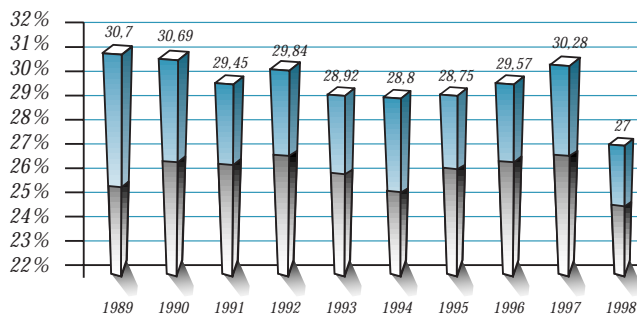
Le taux de croissance négatif des dépenses totales estimé pour 1998 doit être vu sous l'angle de la norme budgétaire. En effet, pour satisfaire à la norme sur la période quinquennale les dépenses doivent connaître en moyenne la même croissance que le PIB. Etant donné que la croissance des dépenses était supérieure à celle du PIB en moyenne sur les trois dernières années, le taux de croissance des recettes devrait être inférieur au taux de

croissance sur les deux années qui suivent pour atteindre l'objectif implicitement fixé par la norme budgétaire.

La rigidité de la structure des dépenses se reflète dans l'évolution de la consommation des Administrations publiques. Celle-ci évolue très fortement les dernières années. Comparée à la moyenne de la zone euro, en pourcentage du PIB, son taux de croissance suit une progression exceptionnelle. Seuls le Portugal et l'Irlande ont connu des taux supérieurs au Luxembourg pendant les années 90, alors que ces deux pays connaissent un rattrapage économique durant cette période.

Graphique 34

Dépenses de l'Administration centrale en pourcentage du PIB



Notes: les chiffres pour 1997 sont provisoires
les chiffres pour 1998 sont des estimations

Source: IGF et STATEC

Le plus gros montant dans les dépenses de l'Administration centrale reste les dépenses de consommation ainsi que les transferts aux administrations de Sécurité sociale et constituent à eux seuls presque 50% des dépenses. Ceci rend le budget très rigide, notamment à la baisse.

Tableau 7

Ventilation des dépenses ordinaires et extraordinaires

	valeur en 1998		% du PIB en 1998	
DEPENSES COURANTES				
Dépenses de consommation	53 908,2	43 921,9	8,54%	6,96%
<i>dont: salaires et charges sociales</i>				
Intérêts de la dette publique	1 546,4		0,24%	
Transferts de revenus à destination d'autres secteurs	25 097,5		3,98%	
Transferts de revenus à l'intérieur du secteur public	53 239,6	50 414,5	8,43%	7,99%
<i>dont: aux administrations de Sécurité sociale</i>				
<i>aux administrations publiques locales</i>	1 816,3		0,29%	
TOTAL DES DEPENSES COURANTES	133 791,7		21,19%	
DEPENSES DE CAPITAL				
Transferts de capitaux à destination d'autres secteurs	5 022,5	1 385,9	0,00%	0,22%
Transferts de capitaux à l'intérieur du secteur public	1 432,1		0,23%	
<i>dont: aux administrations publiques locales</i>				
Formation brute de capital fixe (investissements)	6 597,0		1,04%	
Crédits et participations	509,5		0,08%	
Amortissement de la dette publique	23 060,6		3,65%	
TOTAL DES DEPENSES DE CAPITAL	36 621,7		5,80%	
DEPENSES ORDINAIRES ET EXTRAORDINAIRES				
TOTAL DES DEPENSES ORDINAIRES ET EXTRAORDINAIRES	170 413,4		26,99%	
Produit intérieur brut aux prix du marché version SEC en 1998	631 300,0			

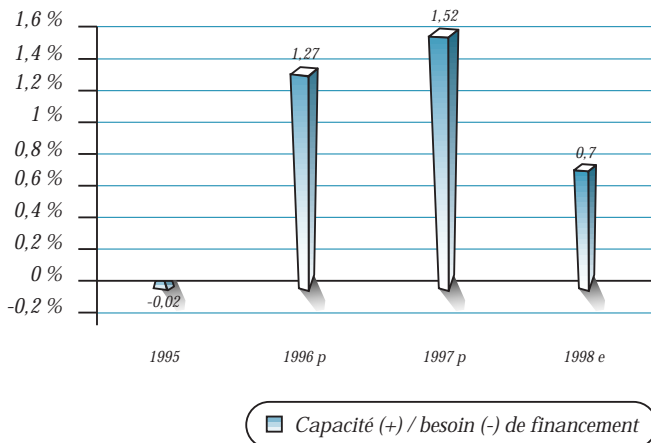
Note: les chiffres sont exprimés en millions de LUF

Sources: IGF et STATEC



Graphique 35

Capacité ou besoin de financement de l'Etat



Notes: tous les chiffres sont en % du PIB au prix du marché version SEC; p: provisoire; e: estimation

Source: IGF, notification officielle à la Commission européenne de février 1999

Le Luxembourg a rempli l'objectif d'un budget du secteur étatique en équilibre ou en surplus ces dernières années. De 1994 à 1997, l'excédent budgétaire était en moyenne de 2,57% du PIB.

Pour 1998, les estimations prévoient à nouveau un surplus de 1,33% du PIB, un chiffre basé surtout sur l'excédent de la Sécurité sociale. Le surplus primaire était en moyenne de 0,6% du PIB de 1994 à 1997 et est estimé à 0,39% pour 1998.

La dette de l'Administration publique est restée en 1998 largement en dessous du seuil des 60% du PIB, fixé dans le cadre du traité de Maastricht.

Une conséquence directe de ce faible taux d'endettement réside dans le niveau peu élevé des intérêts à payer (en moyenne 0,33% du PIB entre 1994 et 1998).

Ce résultat réside en grande partie dans la bonne santé de l'économie luxembourgeoise qui a connu une croissance supérieure à celle de la moyenne européenne. Compte tenu de l'impact du secteur bancaire sur les recettes, la bonne performance du Luxembourg doit beaucoup à la santé du secteur bancaire.

Tableau 8

Déficit budgétaire et dette de l'Administration publique

	1994	1995 p	1996 p	1997 p	1998 e
Recettes totales	29,12%	28,86%	30,09%	30,38%	26,98%
Dépenses totales	28,80%	28,68%	29,57%	30,27%	26,99%
Intérêts en % du PIB	0,33%	0,29%	0,29%	0,33%	0,40%
Dépenses moins intérêts effectifs	28,47%	28,39%	29,27%	29,93%	26,59%
SURPLUS PRIMAIRE	0,65%	0,47%	0,81%	0,45%	0,39%
CAPACITE (+)/BESOIN (-) DE FINANCEMENT	2,73%	1,83%	2,81%	2,92%	2,12%
Etat	0,96%	-0,02%	1,27%	1,52%	0,70%
Administrations locales	0,20%	0,33%	0,49%	0,33%	0,09%
Sécurité sociale	1,57%	1,52%	1,05%	1,07%	1,33%
DETTE PUBLIQUE EN % DU PIB	5,52%	5,79%	6,35%	6,44%	6,70%

Notes: tous les chiffres sont en % du PIB au prix du marché version SEC p: provisoire e: estimation

Source: IGF et STATEC

Le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC):

Pour participer à la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM), les Etats membres ont dû satisfaire à cinq critères communément appelés «critères de convergence». Deux de ceux-ci traitent des finances publiques:

- ⇒ **Le critère du déficit public:** Le rapport entre le déficit public prévu ou effectif et le PIB ne doit pas dépasser 3%, à moins que:
 - a. le rapport ait diminué de manière substantielle et constante et atteint un niveau proche de la valeur de référence (3%);
 - ou que:
 - b. le dépassement de la valeur de référence soit exceptionnel et temporaire, et que ledit rapport reste proche de la valeur de référence (3%).
- ⇒ **Le critère de la dette de l'Administration publique:** Le rapport entre la dette publique et le PIB ne doit pas dépasser 60%, à moins que ce rapport diminue suffisamment et s'approche de la valeur de référence (60%) à un rythme satisfaisant.

Cette rigueur des finances publiques ne s'achève pas avec l'entrée dans l'UEM. A cette fin, le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) a été adopté par les participants à la troisième phase de l'UEM. Le Pacte de stabilité et de croissance préconise que, en temps normal, les budgets publics soient plutôt équilibrés et que, en période de mauvaise conjoncture, ils n'affichent pas des déficits excessifs, c'est-à-dire supérieurs à 3% du PIB. Le Conseil évalue la situation en prenant en compte l'évolution du PIB du pays concerné. Trois cas de figure peuvent – en période de mauvaise conjoncture – se présenter selon le Pacte:

- la récession, c'est-à-dire le recul du PIB, est évaluée à moins de 0,75%
 - ⇒ le Conseil applique une sanction immédiate, lorsqu'il y a déficit public excessif;
- le recul du PIB est évalué entre 0,75% et 2%
 - ⇒ les pays affichant un déficit public excessif peuvent invoquer ce qui est qualifié de circonstances exceptionnelles. Sur cette base et après analyse d'un rapport émanant de la Commission, le Conseil décide si cette requête est justifiée et s'il y a lieu d'appliquer des sanctions;
- le recul du PIB est supérieur à 2%
 - ⇒ la requête de circonstances exceptionnelles est justifiée et aucune sanction n'est appliquée.

Les sanctions prennent la forme de dépôts non rémunérés auprès de la Commission, qui se transforment en amendes définitives, si le pays n'a pas réussi à redresser la situation dans les deux ans. Quant à l'ampleur de ces sanctions, la fourchette se situe entre 0,2% et 0,5% du PIB du pays en tort, en fonction du dépassement observé par rapport à la valeur de référence de 3%.

Le Pacte est considéré comme un instrument préventif et non répressif. Il s'applique à la fois aux pays qualifiés et aux pays n'ayant pas encore adopté l'euro. Les premiers doivent soumettre des programmes de stabilité à moyen terme, les seconds des programmes dits de convergence.

1.2 *L'activité au plan luxembourgeois*

1.2.1 *La croissance économique*

A. Introduction

La croissance économique en 1998 a été excellente au Grand-Duché. La croissance réelle du PIB est estimée à 5,5% environ. Ce chiffre varie de 5,2% selon la version nationale à 5,7% selon la version SEC (Système Européen de Comptes) du PIB.

Pour des raisons de comparabilité internationale, les chiffres suivants se réfèrent à la version SEC du PIB.

Ces chiffres signifient que la croissance du PIB s'est accélérée sans interruption depuis 1995 et que le taux de croissance a, en 1998, été largement supérieur à celui de l'année précédente (+ 4,7% en 1997). Comme auparavant, la croissance a été clairement supérieure à celle des pays voisins. Le PIB en volume s'élevait à la fin 1998 à 620,6 milliards de LUF.

B. La croissance selon les agrégats

La consommation privée a augmenté de 3,8% par rapport à 1997, suite en partie à une réforme de

l'imposition des ménages mise en œuvre en 1998. Pourtant, la croissance de la consommation collective des administrations publiques a été plus forte encore (+ 4%). La formation brute de capital fixe (FBCF) a connu l'évolution la plus rapide des différents agrégats du PIB (+ 9,7%), bien que la croissance exceptionnellement élevée de l'année 1997 (+ 15,2%) n'ait pas été atteinte. Celle-ci avait été due entre autres à la reprise de la construction résidentielle et à des facteurs exceptionnels tels que l'achat de deux avions gros-porteurs. En 1998, la FBCF a augmenté sous l'influence d'importants investissements publics (écoles, routes,...) et une croissance soutenue de la construction résidentielle qui a profité d'un niveau des taux d'intérêts très bas. En tout, les emplois finaux nationaux ont augmenté de 5,4% en volume.

Les exportations comme les importations ont fortement progressé, ce qui a résulté dans la compensation de la plus grande partie de l'influence positive des exportations sur la croissance du PIB, par l'influence négative des importations. Les importations du Luxembourg, économie très ouverte, s'élevaient en 1998 à plus de 87% du PIB.

Méthodologie SEC et version nationale du PIB

La méthodologie SEC (Système Européen de Comptes) est une adaptation communautaire du système révisé de comptabilité nationale (SCN) des Nations unies. Le PIB élaboré de cette façon correspond à celui que publie Eurostat pour les pays de l'Union européenne. L'intérêt d'établir le PIB également dans une version «nationale» résulte du fait que selon la méthodologie SEC, la production imputée de services bancaires (la marge d'intérêts) est à considérer comme consommation *intermédiaire*, absorbée par les unités de production

actives sur le territoire. Par conséquent, elle ne contribue pas à l'augmentation du PIB.

Vu les particularités du système bancaire luxembourgeois, la production imputée de services bancaires est, dans la version nationale du PIB, considérée comme étant une affectation finale et contribue donc à l'augmentation du PIB. Le PIB dans sa version nationale est donc systématiquement plus élevé que dans la version SEC. Par contre, le PIB selon la version SEC présente le grand avantage d'être un agrégat harmonisé et comparable aux PIB d'autres pays.

Tableau 2

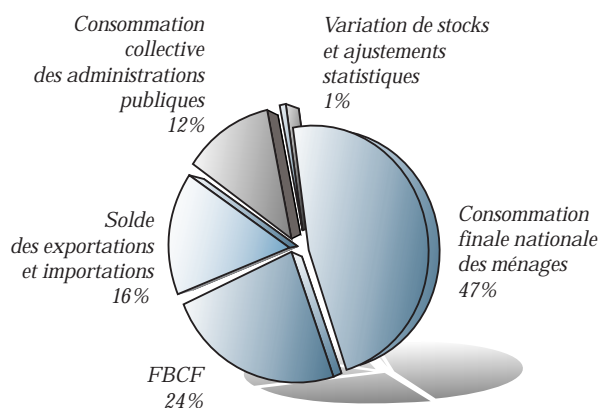
La croissance du PIB (version SEC) en 1998

	variation en volume (en %)	niveaux en volume (mia. de LUF)
1. Consommation finale nationale des ménages	3,8	292,4
2. Consommation collective des administrations publiques	4	75,7
3. FBCF	9,7	147,5
4. Variation de stocks et ajustements statistiques		3,878
5. Emplois finaux nationaux (= 1+ 2+ 3+ 4)	5,4	519,5
6. Exportations (= 7+ 8+ 9)	7,6	704,2
7. Biens	7,5	270
8. Services	8,4	388,7
8 a. dont services bancaires imputés exportés	0,7	60,7
9. Consommation des ménages non-résidents	0	45,6
10. Importations (= 11+ 12+ 13)	8,5	542,5
11. Biens	7,5	369,6
12. Services	0,1	144,8
13. Consommation à l'étranger des ménages résidents	4,4	28,1
14. Solde des exportations et importations (= 6-10)		161,7
15. PIB au prix du marché (= 5+ 14-8 a)	5,7	620,6

Source: STATEC

Graphique 20

Les différentes composantes du PIB en volume (version SEC)



Source: STATEC; calculs BCL

1.2.2 L'évolution des prix et des coûts

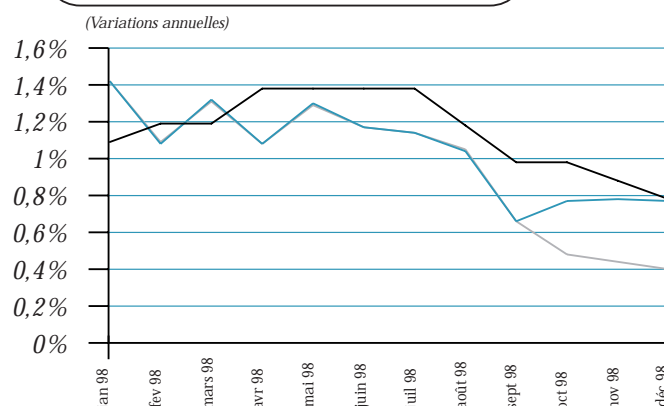
A. Les prix à la consommation

a) L'indice général

L'inflation moyenne annuelle, qui était de 1,38% en 1997, a suivi une tendance à la baisse tout au long de 1998 pour atteindre une moyenne de 0,97%. Cette stabilité des prix est d'autant plus notable que l'activité économique fut importante

Graphique 21

Evolution de l'indice des prix à la consommation



Source: STATEC (Luxembourg) et Eurostat (zone euro)

— Luxembourg
— Inflation sous-jacente luxembourgeoise
— Zone euro

en 1998, avec une croissance réelle du PIB de 5,7%.

Les bons résultats de l'indice ont contribué à l'accroissement de l'écart entre l'inflation luxembourgeoise et celle de la zone euro. L'explication de la meilleure performance de notre économie doit être recherchée dans deux éléments.

Tout d'abord, il faut considérer l'arithmétique même de la composition de l'inflation de la zone euro. En effet, l'IPC de la zone euro est constitué par l'agrégation des IPC nationaux, qui présentent toujours des différences.

En deuxième lieu, il faut considérer les facteurs spécifiques. L'inflation du Luxembourg est très fortement corrélée à l'inflation de nos pays voisins. Ces derniers ont également connu une inflation plus modérée que celle de la zone euro. La forte ouverture de notre économie, raison de cet accrochage de notre inflation à celle de nos pays voisins, par le mécanisme de l'inflation importée explique déjà la meilleure performance de notre économie.

Dans le contexte de l'appartenance du Luxembourg à la zone euro, la comparaison de l'inflation nationale à celle de la zone euro est d'autant plus importante que la politique monétaire n'est plus axée sur la zone belgo-luxembourgeoise, mais sur la zone euro dans son ensemble. Si l'inflation luxembourgeoise devenait supérieure à la moyenne, la politique monétaire unique ne permettrait pas le recours à des moyens nationaux de politique monétaire. Dans un tel cas de figure, il faudrait avoir recours à des instruments de politique économique; un tel écart nuirait à la compétitivité de l'économie luxembourgeoise.

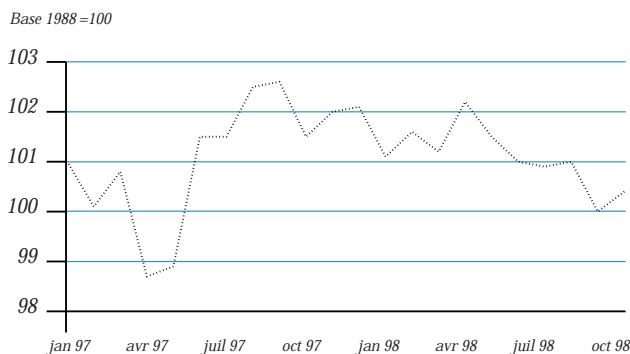
L'inflation sous-jacente suit l'inflation tout au long de 1998 jusqu'en août 1998, puis devient plus robuste que l'IPC. Cela est dû au fait que les prix de consommation de biens énergétiques ne sont pas inclus dans cet indicateur. De même, la baisse qu'ont connu certains prix mondiaux n'a pas d'effet sur celui-ci, car elle exclut les biens et services dont les prix se forment sur le marché mondial et ceux dont les prix sont caractérisés par des variations erratiques.

Le contexte économique global, et principalement la baisse des prix énergétiques et des matières premiè-

res, ainsi que les crises financières successives, ont freiné l'inflation importée. L'indice des valeurs unitaires à l'importation mesurant le prix réel relatif d'une unité importée a nettement diminué. Il chute de 102,6 en septembre 1997 à 100,4 en octobre 1998 (dernière valeur connue), soit une baisse de 2,14%.

Graphique 22

Indice des valeurs unitaires à l'importation



Source: STATEC

b) Les sous-composants de l'indice général

Les catégories de biens, contenus dans le panier de l'indice général, ont connu des évolutions relativement différentes.

Les prix à la consommation des produits alimentaires ont subi la plus forte croissance en 1998. Un hiver rigoureux avait entraîné la hausse des prix des légumes fin 1997. En 1998, de meilleures conditions climatiques ont ralenti la croissance des prix qui ne se situe plus que légèrement au-dessus des 2% à partir d'octobre. La croissance des prix à la consommation des services a été nettement plus lente en 1998 qu'en 1997. A titre d'explication, on peut citer la libéralisation du marché des télécommunications qui a produit une forte baisse des prix dans ce secteur et particulièrement grâce aux réseaux de téléphonie mobile. La baisse du prix

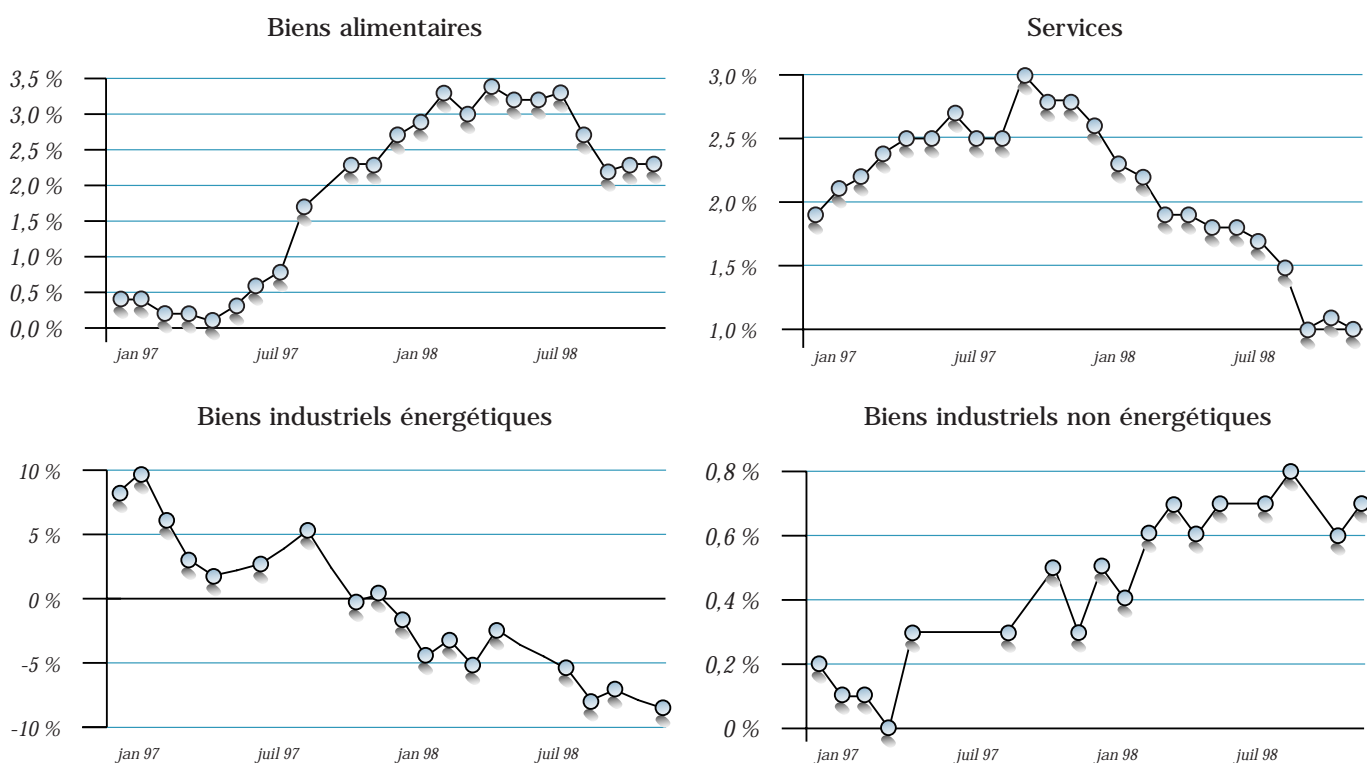
du pétrole, déjà commentée plus haut, et par transmission la baisse de l'ensemble des prix des produits énergétiques, est un des principaux facteurs explicatifs de la forte baisse des prix des biens industriels énergétiques. Dès lors, la hausse probable du prix du pétrole en 1999 viendra

B. Les prix à la production

Au cours de l'année 1998, un léger ralentissement du taux de croissance de la production industrielle entre le début et la fin de l'année va de pair avec un recul de l'utilisation des capa-

Graphique 23

Evolution des prix à la consommation par catégories de biens (variations annuelles)



Source: STATEC et Eurostat

La pondération des divers sous-indices dans l'indice général est la suivante: Biens alimentaires=19,11%; Services=31,83%; Biens industriels énergétiques=7,62%; Biens industriels non énergétiques=41,44%.

apporter une contribution en sens inverse. Les prix des biens de consommation industriels non énergétiques ont augmenté plus fortement en 1998 qu'en 1997 surtout au deuxième semestre. Ils ont été stimulés par la bonne conjoncture dans l'industrie.

cités de production de 88% à 85% entre le deuxième et le dernier trimestre de 1998. Ce ralentissement, en phase avec les autres pays de la zone euro, pourrait s'inverser étant donné qu'en septembre et octobre la production

repart. Ces résultats sont également confirmés par l'évolution des indices de confiance de l'industrie.

La croissance annuelle des prix à la production des produits industriels (IPP) a décéléré au cours de l'année 1998, pour atteindre des niveaux négatifs à partir de septembre. Etant donné que l'industrie luxembourgeoise est tributaire des importations, on peut remarquer que l'IPP suit la baisse des valeurs unitaires à l'importation. L'IPP est beaucoup plus volatile que les prix à la consommation et même que les prix à l'importation.

Il s'agit essentiellement des prix des biens intermédiaires qui exercent une forte pression à la hausse et enregistrent + 4,4% de hausse entre janvier et décembre, et des biens d'équipement (+ 3,0%). Les biens représentent 69% de la production prise en compte pour la pondération de l'indice. Plus spécifiquement, les produits sidérurgiques et ferro-alliages, pondérés à 34% à eux seuls, enregistrent une hausse de 6,1%, les ouvrages de métaux (pondération = 12%) enregistrent 2,8%. Les biens de consommation affichent une baisse de -1,8% (comptent pour 17,4%). En termes de marché, ce sont essentiellement les prix à l'exportation qui ont poussé l'indice général à la baisse. Ceux-ci sont exposés aux marchés mondiaux qui ont eu une tendance déflationniste en fin d'année.

Les prix sur le marché domestique affichent une résistance plus forte tant à la baisse qu'à la hausse.

Perspectives pour 1999

Tout comme pour l'inflation de la zone euro, les conditions qui ont mené à la baisse de l'inflation nationale ne prévaudront sans doute pas en 1999. Dans le cas luxembourgeois, l'évolution des coûts jouera un rôle important en 1999.

C. L'évolution des coûts

a) Les particularités luxembourgeoises

La particularité de l'évolution salariale luxembourgeoise est triple:

- Indexation institutionnalisée des salaires (échelle mobile). Une tranche indiciaire échoit dès que l'évolution de l'indice des prix à la consommation national augmente de plus de 2,5%. L'indice IPC national, base 1-jan-1948, se distingue de l'indice harmonisé (IPCH). Bien que depuis le 1^{er} janvier 1997, les deux soient basés sur le même panier, certaines évolutions des prix sont neutralisées dans l'indice national: p.ex. la hausse des taxes sur l'essence qui a eu lieu ce 1^{er} janvier 1999.
- La prédominance de contrats collectifs. Cette particularité rend l'analyse de l'évolution des salaires difficile à prévoir, car les déterminants des rémunérations peuvent s'écarter des variables économiques telles la productivité et l'activité économique. Une étude récente¹ du modèle de Layard et Nickell (1986), dans lequel les salaires sont déterminés par négociation entre employés et employeurs, a démontré que celui-ci pouvait modéliser de manière cohérente le marché de l'emploi luxembourgeois.
- L'effet d'entraînement du secteur financier.

b) Evolution au niveau de l'économie entière

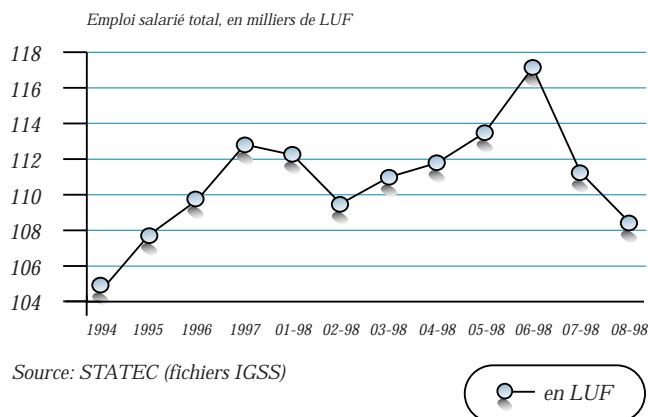
Au cours des huit premiers mois de 1998, l'évolution du coût salarial est restée modérée à l'exception du mois de juin.

La moyenne des huit premiers mois est inférieure à la valeur de 1997, soit LUF 111 856 par rapport à LUF 112 814. Cependant, les valeurs sont relativement saisonnières et il faut se préserver de toute interprétation abusive. En effet, l'année

¹ Paolo GUARDA, «Wages, Prices and Employment: the Luxembourg Supply Side», *Cellule de Recherche en Economie Appliquée, Centre de Recherche Public - Centre Universitaire Luxembourg*, 24 Novembre 1998.

Graphique 24

Coût salarial par mois et par personne



1997 enregistra une hausse de 2,9% essentiellement due à la révision biennale du salaire minimum et à l'application d'une indexation institutionnelle. Ces deux facteurs expliquent en grande partie la modération des salaires en 1998. Aucune tranche indiciaire n'est venue à échéance au courant de l'année 1998, augmentant par là la probabilité d'occurrence de celle-ci en 1999. Des négociations collectives dans le secteur financier interviendront en 1999; elles pourraient avoir un effet d'entraînement dans le reste de l'économie. Par ailleurs, le salaire minimum a augmenté au 1^{er} janvier 1999:

Hausse	+ 1,3%
Personnes concernées	32 125
Ouvrier non qualifié de 18 ans:	46 878 LUF

c) Evolution dans l'industrie

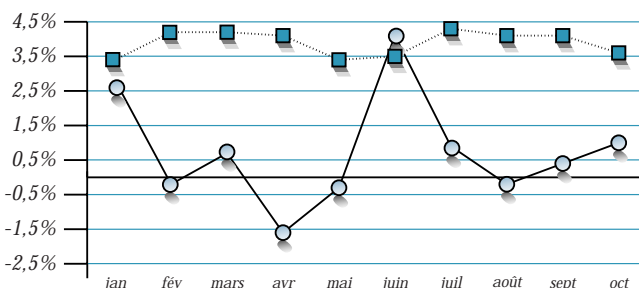
La bonne situation conjoncturelle du premier semestre 1998 a induit une hausse des salaires plus élevée dans l'industrie que dans le reste de l'économie.

La moyenne mobile sur 12 mois atteint 3,6% pour le mois d'octobre. Il faut noter la forte volatilité du coût salarial, qui comprend également les gratifications et autres bonus qui sont variables et liés aux résultats des entreprises,

comme stipulé dans les conventions collectives. La variation de mois à mois est nettement inférieure à la variation en moyenne mobile en raison de la forte hausse de + 35% au mois de décembre 1997 due à l'augmentation des bonus de fin d'année.

Graphique 25

Indice des salaires dans l'industrie en 1998



Source: STATEC (Enquêtes de l'activité dans l'industrie)

Méthode: Les variations annuelles du mois en cours par rapport au même mois de l'année précédente sont très volatiles d'où l'utilisation de la moyenne mobile. Celle-ci mesure les variations sur les derniers douze mois par rapport aux douze mois précédents. Par exemple pour le mois d'octobre, il s'agit de la variation entre la période novembre97-octobre98 par rapport à la période novembre96-octobre97.

1.2.3 Le marché du travail

A. L'emploi

Plus encore qu'en 1997, l'emploi a profité de la forte croissance économique et a considérablement progressé au cours de l'année 1998. L'emploi salarié intérieur a augmenté de 209 991 en moyenne annuelle 1997 à 219 884 employés en moyenne annuelle 1998, ce qui correspond à une croissance du nombre des employés salariés de 4,7% (1997: + 3,38%). Le nombre des indépendants a connu une évolution légèrement positive (de 16 608 à 16 680 en moyenne annuelle ou +0,43%) de sorte que

l'emploi total intérieur (la somme des deux) était de 236 564 en 1998 contre 226 599 en 1997 – une augmentation de 4,4%.

L'emploi national – qui correspond à l'emploi total intérieur augmenté du nombre des fonctionnaires internationaux et diminué du solde des frontaliers – a augmenté plus lentement, avec une croissance de 2% respectivement de 3 419 personnes à 173 959. La forte croissance de l'emploi total intérieur est dans sa plus grande partie due à la forte augmentation du nombre de travailleurs frontaliers qui a connu une progression fulgurante de 10,16% soit de 6 546 personnes pour atteindre les 70 969. 66% des 9 965 emplois nouvellement créés en 1998 ont été occupés par des frontaliers, ce qui est généralement – vu le taux de chômage relativement bas – considéré comme la raison pour laquelle une surchauffe sur le marché du travail, accompagnée par des pressions inflationnistes, n'a pas encore eu lieu. Il faut remarquer que ce taux, même s'il peut sembler élevé, est pourtant nettement inférieur à celui des années précédentes, qui s'élevait souvent à 80%.

B. Le chômage

En 1998, le nombre moyen des offres d'emplois non satisfaites (OENS) enregistrées s'élevait à 1 443 en moyenne. Le nombre le plus bas a été constaté au mois de février (1 195) ainsi qu'en décembre (1 005). A partir du mois de février, le nombre d'OENS a augmenté pour atteindre un sommet en septembre (1 695), puis a diminué constamment jusqu'à la fin de l'année. Ce mouvement, à savoir la croissance du chiffre à partir du deuxième tiers du premier trimestre jusqu'à la fin du troisième trimestre, puis la chute ininterrompue à un niveau comparable à celui du début de l'année, rend plausible l'existence d'une forte composante saisonnière dans le mouvement des OENS.

² Le taux de chômage est calculé en divisant le nombre de demandes d'emploi non satisfaites par la population active.

En ce qui concerne le chômage, le Luxembourg se trouve dans une situation bien meilleure que la plupart des pays. En décembre 1998, le taux de chômage a été de 3%, ce qui correspond à 5 313 demandes d'emploi non satisfaites². Ces chiffres sont clairement inférieurs à ceux du même mois de l'année précédente, (4,3%; 7 624 demandes d'emploi inscrites), tout comme la moyenne du taux de chômage de l'année 1998 (3,1%) est nettement inférieure à la moyenne correspondante de 1997 (4,1%). Comme les OENS, les DENS et le taux de chômage sont sujets à des variations saisonnières significatives. Ainsi on constate, au mois de septembre, une forte augmentation du nombre des DENS. Ce saut est surtout dû au fait qu'à ce moment-là les élèves ayant terminé leurs écoles arrivent sur le marché du travail et bon nombre d'entre eux s'inscrivent à l'ADEM (Administration de l'Emploi) comme demandeurs d'emploi.

Tableau 3

Evolution du chômage

	Taux de chômage	DENS
Décembre 1997	4,3%	7 624
Décembre 1998	3,0%	5 313
Moyenne 1997	4,1%	7 137
Moyenne 1998	3,1%	5 534

DENS: Demandes d'emploi non satisfaites

Pourtant, une comparaison de l'évolution du chômage par rapport aux années avant 1998 est plus compliquée. En effet, il y a eu, le 1^{er} janvier 1998, une rupture de série en ce sens qu'à partir de cette date, l'ADEM tient compte séparément des demandes d'emploi non satisfaites au sens strict et des personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi.

Dans ce contexte, il faut distinguer sept sortes de mesures pour l'emploi:

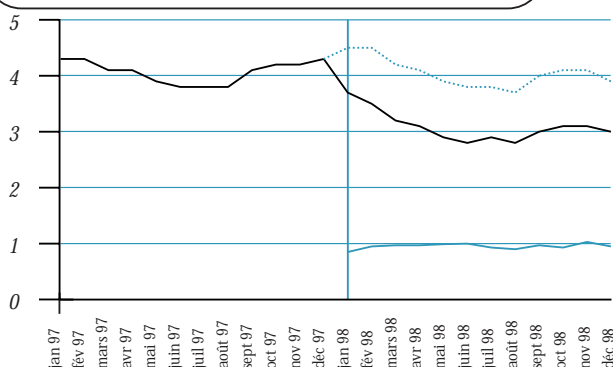
- les contrats de stage-initiation,
- les stages de préparation en entreprise,
- les divisions d'auxiliaires temporaires,
- la formation ADEM,

- le pool des assistants,
- les mesures spéciales,
- les mises au travail.

On peut argumenter que certaines de ces mesures – très différentes – correspondent à des activités qu'on pourrait comparer à de véritables emplois. Il est cependant clair qu'il ne s'agit pas de véritables emplois en ce sens que des contrats de travail auraient été conclus par un employeur et un(e) employé(e) seuls, sans prise d'influence (financière surtout) de l'administration publique.

Graphique 26

Taux de chômage (en %); avec une rupture de série le 1^{er} janvier 1998



..... ancienne définition
— influence du changement de définition
— taux officiel

Lorsqu'on applique donc l'ancienne définition du chômage aux chiffres de l'année 1998, on constate que le taux de chômage n'a que très légèrement diminué de 4,07% à 4,04% et que le nombre de demandeurs d'emploi a même légèrement augmenté de 115 personnes pour atteindre les 7 252.

Vu que le nombre de personnes bénéficiant d'une des mesures pour l'emploi a presque doublé entre janvier 1997 (947) et décembre 1998 (1 725), on

peut se demander s'il ne faut pas s'attendre à l'avenir à une disparité croissante entre le taux de chômage officiel et le nombre effectif de personnes à la recherche d'un emploi. Ceci mènerait à une situation dans laquelle des chiffres apparemment excellents ne cachent en fait qu'une situation qui, bien qu'étant nettement meilleure que celle des marchés du travail de la plupart des pays du monde, évolue néanmoins d'une manière moins bonne qu'on ne pourrait penser à première vue. En effet, lorsque, de l'autre côté, on applique la nouvelle définition aux deux années 1997 et 1998, on constate que le taux de chômage a baissé de 3,3% à 3,1% et que le nombre de demandeurs d'emploi (au sens large, cette fois-ci) a diminué de 326 personnes, ce qui correspond à une baisse du nombre de chômeurs de 5,6%.

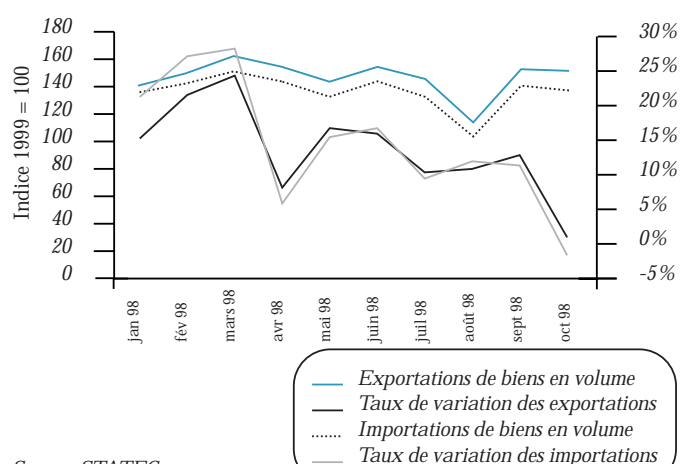
1.2.4 Les relations extérieures

Le commerce extérieur

Si le début de l'année 1998 a connu une forte croissance des échanges extérieurs, celle-ci s'est ralentie au cours de l'année. La cause de cette évolution se trouve dans une accalmie des activités industrielles.

Graphique 27

Commerce extérieur (volumes)



— Exportations de biens en volume
— Taux de variation des exportations
..... Importations de biens en volume
— Taux de variation des importations

Source: STATEC

Sur les dix premiers mois, les exportations du Luxembourg en 1998 ont augmenté de 15% par rapport à la même période en 1997. Les taux de croissance mensuels très élevés du début de l'année ont baissé cependant à la suite. Ainsi, les exportations atteignent quelque 240 milliards de LUF pendant cette période.

D'un autre côté, les importations ont augmenté d'à peu près 10% durant les dix premiers mois pour se chiffrer finalement à quelque 300 milliards de LUF. Toutefois, les taux de variation mensuels ont diminué pendant cette période. Cette diminution découle d'un ralentissement de la production industrielle ainsi que d'une baisse des prix pétroliers.

Tableau 4

Commerce extérieur

	1997	1997 (jan.-oct.)	1998 (jan.-oct.)	Taux de variation
Exportations totales	250,5	287,6	238,5	14,88%
dont UE	211,2	175,4	200,1	14,88%
dont hors UE	39,3	32,34	38,5	19,85%
Importations totales	335,4	271,9	298,2	9,67%
dont UE	297,8	244,9	270,5	10,45%
dont hors UE	37,7	27,24	27,7	1,69%
Solde total	-85	-64,3	-59,7	-7,15%
Solde UE	-86,6	-69,5	-70,4	1,29%
Solde hors UE	1,6	5,1	10,8	111,76%

Note: additions sur la base de données mensuelles arrondies

Unité: milliards de LUF

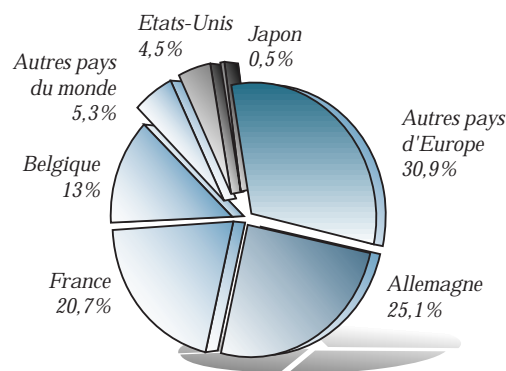
Source: STATEC

La progression des exportations ayant été plus forte que celle des importations au cours des dix premiers mois de l'année, le solde de la balance commerciale s'est amélioré de 4,6 milliards de LUF, une baisse donc de 7% approximativement.

Du côté des exportations, presque 90% du commerce se fait avec des pays européens et presque 60% avec les pays voisins.

Graphique 28

Exportations: parts par pays

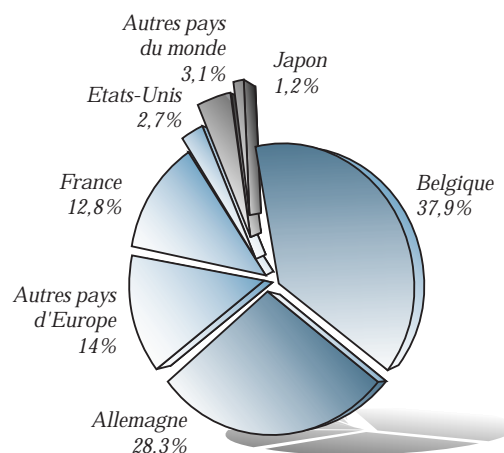


Source: STATEC (données jusqu'en octobre 1998)

Du côté des importations, cette image est encore plus prononcée: presque 95% des importations proviennent de pays européens et 70% des pays voisins.

Graphique 29

Importations: parts par pays



Source: STATEC (données jusqu'en octobre 1998)

La ventilation de l'apport des différents secteurs aux exportations et importations montre que la croissance des importations de services a été plus grande que celle des exportations. Du côté des biens, la croissance des exportations a été un peu plus forte que celle des importations. Le tout

Tableau 5

Ventilation des exportations et importations

	1997	1998 e	Taux de variation
EXPORTATIONS	654,4	718,6	9,81%
Biens (F.O.B.)	251,1	276,2	10,80%
Services	358,5	397,7	10,93%
dont: Services bancaires imputés exportés	60,3	63,2	4,81%
Consommation des ménages non résidents	44,9	44,6	-0,67%
IMPORTATIONS	500	550	10,00%
Biens (F.O.B.)	343,9	374,8	8,99%
Services	129,3	146,8	13,53%
Consommation à l'étranger des ménages résidents	26,9	28,3	5,20%
SOLDE	154,4	168,6	-0,19%
Biens (F.O.B.)	-92,8	-98,6	1,01%
Services	229,2	250,9	-2,60%
Consommation	33,4	34,9	-0,40%

Source: STATEC

Notes: Unité: milliards de LUF; F.O.B.: free on board; e: estimation

résulte en un solde presque inchangé par rapport à la même période en 1997.

La balance des paiements

Au premier semestre de 1998, l'excédent courant était en léger recul, pour s'élever à quelque 32 milliards de LUF. Comme aussi bien les recettes que les dépenses ont connu des accroissements très prononcés, le solde résultant est resté relativement stable. Toutefois, certains soldes partiels ont connu des évolutions divergentes.

Le déficit commercial a diminué de quelque 3 milliards de LUF à la suite d'une expansion des exportations de marchandises de 17%. Cette diminution résulte des très bonnes performances réalisées par les principales industries du Luxembourg au cours des six premiers mois.

Les échanges extérieurs de services ont affiché une expansion similaire que les flux de marchandises. Si d'une part la valeur des recettes a connu une croissance de 14%, celle des dépenses a été de 24%. Compte tenu de cette évolution plus rapide des achats de services à l'étranger, l'excédent restant de 42 milliards de LUF pour le premier semestre est en

léger recul par rapport au résultat du premier semestre de l'année précédente. Cette baisse s'explique essentiellement par une dépense croissante des services aux entreprises. Les entreprises résidentes – toutes branches confondues – se sont en effet fournies davantage chez des entreprises étrangères. Il convient de noter, par ailleurs, la consolidation des excédents importants au niveau des services financiers et des communications.

La progression continue de l'emploi frontalier a généré un accroissement de la rémunération des salariés non résidents qui s'est élevée à quelque 42 milliards de LUF pour le premier semestre. Le déficit du revenu du travail s'est chiffré à plus de 30 milliards de LUF, contre 26 milliards un an auparavant.

Le résultat net des revenus d'investissement dépasse légèrement le niveau de l'année précédente. Cette évolution traduit la bonne performance du secteur bancaire au cours de la première moitié de 1998. Cependant les perturbations de la crise financière internationale à la fin de l'année 1998 ne vont vraisemblablement pas passer sans laisser des traces. Cette influence sur l'activité de la place finan-

cière du Luxembourg se traduira dans les résultats du deuxième semestre 1998.

Tableau 6

Balance courante

	Premier semestre 1997	Premier semestre 1998
<i>Soldes</i>		
Opérations courantes	33,9	32,3
Marchandises	-32,4	-29,0
Services	46,3	42,0
Salaires	-26,3	-30,2
Revenus des investissements	55,6	57,5
Transferts courants	-9,3	-8,0

Note: tous les chiffres sont en milliards de LUF
Source: STATEC

1.2.5 Les finances publiques

L'orientation fondamentale de la politique budgétaire

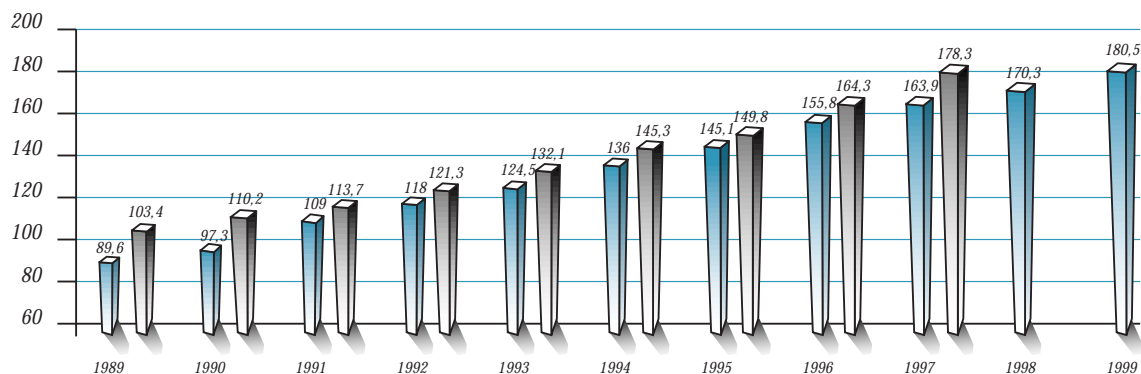
Dans sa déclaration du 22 juillet 1994 devant la Chambre des Députés, le gouvernement avait affirmé sa volonté de mener une politique budgétaire prudente en veillant plus particulièrement à ce que la progression des dépenses de l'Etat soit liée à la

croissance économique. A cette fin, la progression des dépenses de l'Etat devait être contenue dans les limites de la croissance moyenne du produit intérieur brut durant la période quinquennale qui devait suivre. Les mérites d'un tel principe de prudence sont indubitables. Toutefois, l'application de celui-ci se limite à l'évolution des dépenses de l'Administration centrale¹; il n'est donc pas à confondre avec l'établissement d'un objectif de solde pour l'Administration publique. Une application plus rigoureuse de la norme budgétaire, notamment en ce qui concerne les dépenses financées à travers le mécanisme des fonds spéciaux, accompagnée d'une extension de la norme à l'évolution des dépenses de la Sécurité sociale semble appropriée. Une telle généralisation de la norme budgétaire paraît d'autant plus nécessaire que les prévisions budgétaires pour l'évolution du PIB et des recettes budgétaires en découlant ont été systématiquement inférieures aux résultats effectifs.

Ainsi, les taux de croissance des recettes et des dépenses pour 1998 sont à considérer avec prudence étant donné les prévisions très optimistes et le PIB provisoire.

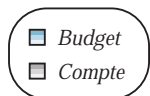
Graphique 30

Evolution des recettes budgétaires totales



Note: les chiffres sont exprimés en milliards de LUF; Source: Inspection Générale des Finances (IGF)

¹ L'Administration centrale, ou l'Etat, constitue une des trois parties de l'Administration publique à côté des Administrations communales et de la Sécurité sociale.



Les recettes

La structure des recettes de l'Administration centrale est restée presque inchangée au cours des neuf dernières années malgré les réformes. Les rapports impôts directs ou indirects au PIB sont restés quasiment constants. Cette stabilité se retrouve dans la structure de tous les sous-groupes des recettes.

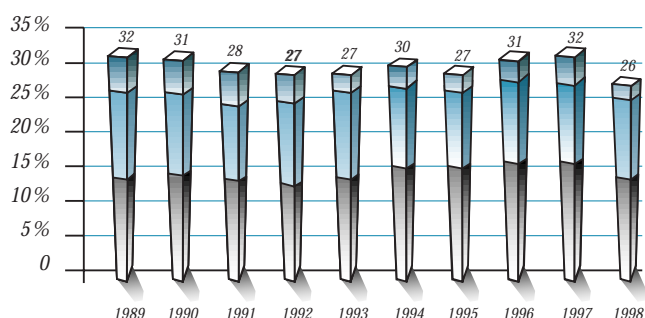
Abstraction faite de l'année 1998, dont les chiffres constituent des estimations, l'impôt général sur le revenu constitue avec 48,66% des recettes ordinaires de loin la plus importante source de revenus de l'Administration centrale. L'impôt sur le revenu des personnes physiques, y compris les impôts fixés par voie d'assiette, représente le poste le plus important de cette catégorie d'impôts et, en même temps, la principale source de recettes ordinaires. Les impôts sur les collectivités, quoique notables, ne comptent que pour 18% des recettes ordinaires. Les impôts indirects constituent la deuxième source de revenus de l'Etat. A ce niveau, on retrouve la TVA comme principale composante de cette catégorie d'impôts.

Une analyse plus fine de la structure économique des recettes fiscales par secteur économique ou par agents économiques est difficile à réaliser compte tenu du manque de données statistiques disponibles. Toutefois, des contributions des différents secteurs d'activités dans la formation de la valeur ajoutée globale, il ressort clairement l'aspect monolithique de l'économie luxembourgeoise. Dans ce contexte, il n'est guère surprenant de constater que l'imposition des bénéfices générés par le secteur bancaire constitue à peu près 20% des recettes ordinaires. Ce chiffre à lui seul indique la fragilité du budget et sa dépendance très élevée à l'égard du secteur bancaire. Si l'on y ajoute les impôts sur le revenu des personnes physiques travaillant dans le secteur bancaire ainsi que les autres taxes et redevances qui frappent les établissements de crédit, la contribution de ce sec-

teur aux recettes ordinaires atteint au moins le niveau des 25%. Au delà du secteur bancaire on remarque une prépondérance du secteur tertiaire dans la structure des recettes étatiques.

Graphique 31

Structure des recettes de l'Administration centrale en pourcentage du PIB

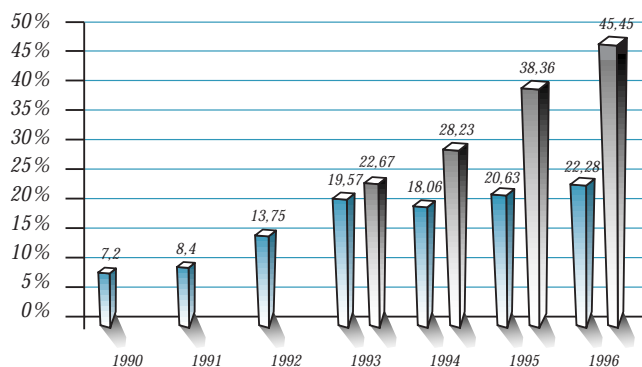


Notes:
les chiffres pour 1997 sont provisoires
les chiffres pour 1998 sont des estimations
Sources: IGF et STATEC

■ Autres recettes
■ Impôts indirects
■ Impôts directs

Graphique 32

Importance des impôts payés par le secteur bancaire



■ en % des recettes ordinaires totales
■ provision pour impôts en % des recettes ordinaires totales

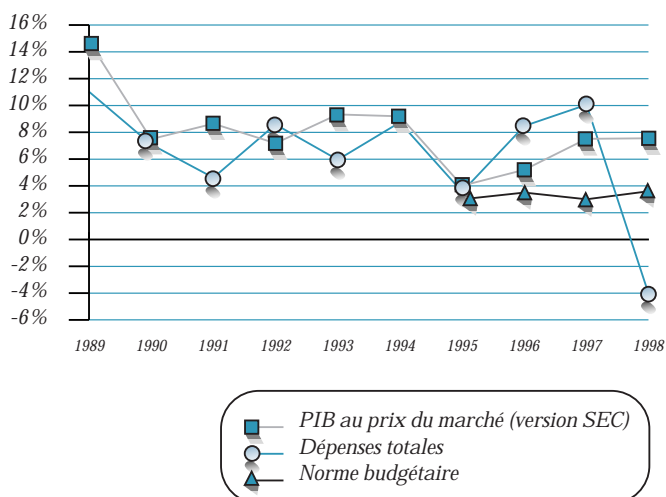
Source: Banque centrale du Luxembourg (BCL); données issues des bilans des établissements de crédit

Les dépenses

La politique budgétaire est devenue plus expansionniste. Le taux de variation annuel des dépenses de l'Administration centrale indiquait une croissance moyenne de 7,54% de 1989 à 1997. Son mouvement au cours du temps n'a pas connu de grandes fluctuations et suivait, conformément à l'orientation fondamentale de la politique budgétaire du gouvernement actuel, l'évolution du PIB.

Graphique 33

Taux de variation des dépenses totales et du PIB



Notes: les chiffres pour 1997 sont provisoires
les chiffres pour 1998 sont des estimations
Sources: IGF et STATEC

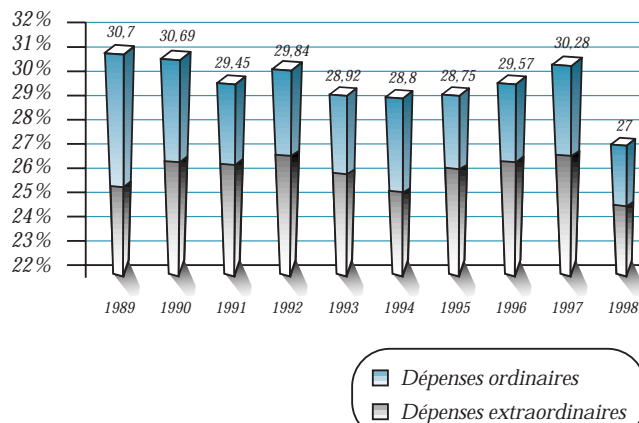
Le taux de croissance négatif des dépenses totales estimé pour 1998 doit être vu sous l'angle de la norme budgétaire. En effet, pour satisfaire à la norme sur la période quinquennale les dépenses doivent connaître en moyenne la même croissance que le PIB. Etant donné que la croissance des dépenses était supérieure à celle du PIB en moyenne sur les trois dernières années, le taux de croissance des recettes devrait être inférieur au taux de

croissance sur les deux années qui suivent pour atteindre l'objectif implicitement fixé par la norme budgétaire.

La rigidité de la structure des dépenses se reflète dans l'évolution de la consommation des Administrations publiques. Celle-ci évolue très fortement les dernières années. Comparée à la moyenne de la zone euro, en pourcentage du PIB, son taux de croissance suit une progression exceptionnelle. Seuls le Portugal et l'Irlande ont connu des taux supérieurs au Luxembourg pendant les années 90, alors que ces deux pays connaissent un rattrapage économique durant cette période.

Graphique 34

Dépenses de l'Administration centrale en pourcentage du PIB



Notes: les chiffres pour 1997 sont provisoires
les chiffres pour 1998 sont des estimations

Source: IGF et STATEC

Le plus gros montant dans les dépenses de l'Administration centrale reste les dépenses de consommation ainsi que les transferts aux administrations de Sécurité sociale et constituent à eux seuls presque 50% des dépenses. Ceci rend le budget très rigide, notamment à la baisse.

Tableau 7

Ventilation des dépenses ordinaires et extraordinaires

	valeur en 1998		% du PIB en 1998	
DEPENSES COURANTES				
Dépenses de consommation	53 908,2	43 921,9	8,54%	6,96%
<i>dont: salaires et charges sociales</i>				
Intérêts de la dette publique	1 546,4		0,24%	
Transferts de revenus à destination d'autres secteurs	25 097,5		3,98%	
Transferts de revenus à l'intérieur du secteur public	53 239,6	50 414,5	8,43%	7,99%
<i>dont: aux administrations de Sécurité sociale</i>				
<i>aux administrations publiques locales</i>	1 816,3		0,29%	
TOTAL DES DEPENSES COURANTES	133 791,7		21,19%	
DEPENSES DE CAPITAL				
Transferts de capitaux à destination d'autres secteurs	5 022,5	1 385,9	0,00%	0,22%
Transferts de capitaux à l'intérieur du secteur public	1 432,1		0,23%	
<i>dont: aux administrations publiques locales</i>				
Formation brute de capital fixe (investissements)	6 597,0		1,04%	
Crédits et participations	509,5		0,08%	
Amortissement de la dette publique	23 060,6		3,65%	
TOTAL DES DEPENSES DE CAPITAL	36 621,7		5,80%	
DEPENSES ORDINAIRES ET EXTRAORDINAIRES				
TOTAL DES DEPENSES ORDINAIRES ET EXTRAORDINAIRES	170 413,4		26,99%	
Produit intérieur brut aux prix du marché version SEC en 1998	631 300,0			

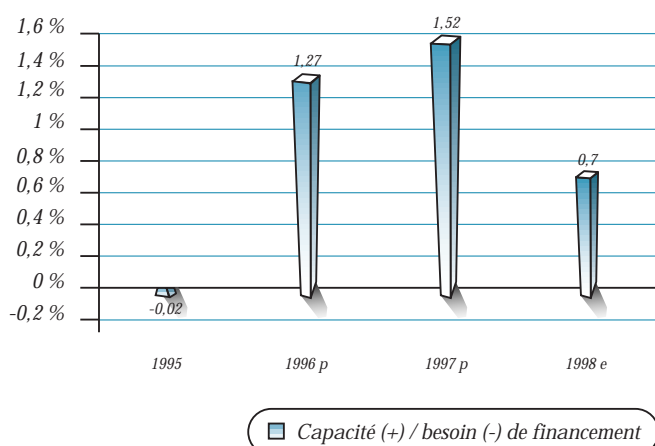
Note: les chiffres sont exprimés en millions de LUF

Sources: IGF et STATEC



Graphique 35

Capacité ou besoin de financement de l'Etat



Notes: tous les chiffres sont en % du PIB au prix du marché version SEC; p: provisoire; e: estimation

Source: IGF, notification officielle à la Commission européenne de février 1999

Le Luxembourg a rempli l'objectif d'un budget du secteur étatique en équilibre ou en surplus ces dernières années. De 1994 à 1997, l'excédent budgétaire était en moyenne de 2,57% du PIB.

Pour 1998, les estimations prévoient à nouveau un surplus de 1,33% du PIB, un chiffre basé surtout sur l'excédent de la Sécurité sociale. Le surplus primaire était en moyenne de 0,6% du PIB de 1994 à 1997 et est estimé à 0,39% pour 1998.

La dette de l'Administration publique est restée en 1998 largement en dessous du seuil des 60% du PIB, fixé dans le cadre du traité de Maastricht.

Une conséquence directe de ce faible taux d'endettement réside dans le niveau peu élevé des intérêts à payer (en moyenne 0,33% du PIB entre 1994 et 1998).

Ce résultat réside en grande partie dans la bonne santé de l'économie luxembourgeoise qui a connu une croissance supérieure à celle de la moyenne européenne. Compte tenu de l'impact du secteur bancaire sur les recettes, la bonne performance du Luxembourg doit beaucoup à la santé du secteur bancaire.

Tableau 8

Déficit budgétaire et dette de l'Administration publique

	1994	1995 p	1996 p	1997 p	1998 e
Recettes totales	29,12%	28,86%	30,09%	30,38%	26,98%
Dépenses totales	28,80%	28,68%	29,57%	30,27%	26,99%
Intérêts en % du PIB	0,33%	0,29%	0,29%	0,33%	0,40%
Dépenses moins intérêts effectifs	28,47%	28,39%	29,27%	29,93%	26,59%
SURPLUS PRIMAIRE	0,65%	0,47%	0,81%	0,45%	0,39%
CAPACITE (+)/BESOIN (-) DE FINANCEMENT	2,73%	1,83%	2,81%	2,92%	2,12%
Etat	0,96%	-0,02%	1,27%	1,52%	0,70%
Administrations locales	0,20%	0,33%	0,49%	0,33%	0,09%
Sécurité sociale	1,57%	1,52%	1,05%	1,07%	1,33%
DETTE PUBLIQUE EN % DU PIB	5,52%	5,79%	6,35%	6,44%	6,70%

Notes: tous les chiffres sont en % du PIB au prix du marché version SEC p: provisoire e: estimation

Source: IGF et STATEC

Le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC):

Pour participer à la phase III de l'Union économique et monétaire (UEM), les Etats membres ont dû satisfaire à cinq critères communément appelés «critères de convergence». Deux de ceux-ci traitent des finances publiques:

- ⇒ **Le critère du déficit public:** Le rapport entre le déficit public prévu ou effectif et le PIB ne doit pas dépasser 3%, à moins que:
 - a. le rapport ait diminué de manière substantielle et constante et atteint un niveau proche de la valeur de référence (3%);
 - ou que:
 - b. le dépassement de la valeur de référence soit exceptionnel et temporaire, et que ledit rapport reste proche de la valeur de référence (3%).
- ⇒ **Le critère de la dette de l'Administration publique:** Le rapport entre la dette publique et le PIB ne doit pas dépasser 60%, à moins que ce rapport diminue suffisamment et s'approche de la valeur de référence (60%) à un rythme satisfaisant.

Cette rigueur des finances publiques ne s'achève pas avec l'entrée dans l'UEM. A cette fin, le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC) a été adopté par les participants à la troisième phase de l'UEM. Le Pacte de stabilité et de croissance préconise que, en temps normal, les budgets publics soient plutôt équilibrés et que, en période de mauvaise conjoncture, ils n'affichent pas des déficits excessifs, c'est-à-dire supérieurs à 3% du PIB. Le Conseil évalue la situation en prenant en compte l'évolution du PIB du pays concerné. Trois cas de figure peuvent – en période de mauvaise conjoncture – se présenter selon le Pacte:

- la récession, c'est-à-dire le recul du PIB, est évaluée à moins de 0,75%
 - ⇒ le Conseil applique une sanction immédiate, lorsqu'il y a déficit public excessif;
- le recul du PIB est évalué entre 0,75% et 2%
 - ⇒ les pays affichant un déficit public excessif peuvent invoquer ce qui est qualifié de circonstances exceptionnelles. Sur cette base et après analyse d'un rapport émanant de la Commission, le Conseil décide si cette requête est justifiée et s'il y a lieu d'appliquer des sanctions;
- le recul du PIB est supérieur à 2%
 - ⇒ la requête de circonstances exceptionnelles est justifiée et aucune sanction n'est appliquée.

Les sanctions prennent la forme de dépôts non rémunérés auprès de la Commission, qui se transforment en amendes définitives, si le pays n'a pas réussi à redresser la situation dans les deux ans. Quant à l'ampleur de ces sanctions, la fourchette se situe entre 0,2% et 0,5% du PIB du pays en tort, en fonction du dépassement observé par rapport à la valeur de référence de 3%.

Le Pacte est considéré comme un instrument préventif et non répressif. Il s'applique à la fois aux pays qualifiés et aux pays n'ayant pas encore adopté l'euro. Les premiers doivent soumettre des programmes de stabilité à moyen terme, les seconds des programmes dits de convergence.