

# 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

#### 1.1.1.1 La croissance économique internationale

La décélération de l'activité économique observée au niveau de l'Union européenne pendant l'année 1998 s'est poursuivie au début de l'année sous revue. Suite au ralentissement économique au niveau mondial, la croissance économique n'atteignait, au premier trimestre, plus que 1,7% en glissement annuel dans l'Union européenne comme dans la zone euro. Les exportations ont presque stagné et la production industrielle a même connu une diminution pendant les mois de février et d'avril, les stocks atteignant des niveaux élevés.

Les conditions internes restaient pourtant favorables à la croissance. A des taux d'intérêt historiquement bas et à un faible niveau d'inflation s'ajoutaient une évolution modérée des salaires ainsi que des politiques budgétaires disciplinées de la part des gouvernements nationaux. En plus, la confiance des consommateurs, qui avait atteint un niveau record fin 1998, n'avait que très peu baissé début 1999.

Ainsi, l'activité dans la construction – secteur qui n'est pas directement affecté par l'environnement international – et l'évolution des services aux valeurs ajoutées élevées restaient dynamiques.

Tout comme le ralentissement de la croissance avait débuté suite à une détérioration de l'environnement international, ce sont les exportations dont l'augmentation, entraînée par un redémarrage de l'activité économique au niveau mondial et par l'évolution du taux de change de l'euro, a été à la base de la reprise qui s'est fait sentir dès le début de l'été.

Pendant la seconde moitié de l'année, la progression s'est montrée robuste et a continué à se renforcer. Au troisième trimestre, une reprise des dépenses de consommation et de la formation brute de capital fixe a pu être observée. Ainsi, le PIB de la zone euro comme de l'Union européenne a crû de 1,9% au cours des neuf premiers mois par rapport aux neuf premiers mois de 1998. Par conséquent, la croissance annuelle, pour laquelle des données n'étaient pas disponibles à la date d'arrêt des données, aura certainement dépassé les 2% en 1999. Il convient cependant de noter que

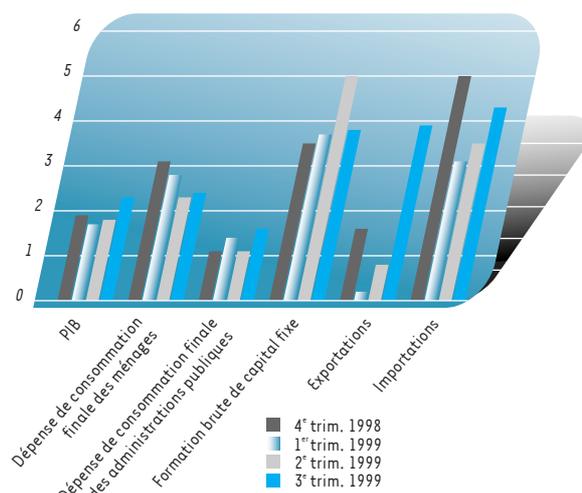
le moment de la reprise, tout comme sa vigueur, ont varié entre les différents Etats membres de l'Union européenne.

L'emploi au sein de l'Union (et en particulier dans la zone euro) a progressé tout au cours de l'année. Il est remarquable qu'un ralentissement du taux de progression de l'emploi suite au faible niveau de l'activité au début de 1999 n'ait pas été observé. Suite à ce développement, une baisse modérée du chômage a eu lieu et le taux de chômage s'est établi à 9,2% (UE, 1998: 10,0%) et à 9,8% (zone euro, 1998: 10,9%) en moyenne de l'année (chiffres provisoires). Un recul plus marqué du chômage a néanmoins été empêché par un accroissement du taux d'activité.

Vu que la part effectivement active de la population en âge de travailler est, en Europe, nettement inférieure à celle par

Graphique 1

### Les agrégats de la comptabilité nationale dans la zone euro (volumes, variation annuelle en %)



Source: Eurostat

exemple des Etats-Unis, cette augmentation du taux de participation constitue une évolution positive.

Globalement, dans un environnement amélioré et en présence d'une relance continue de la conjoncture à la fin de l'année 1999, les perspectives économiques sont nettement plus favorables qu'elles ne l'étaient 12 mois auparavant. Il ne faut cependant pas perdre de vue que l'Union des 15 tout comme la zone euro ne sont pas, nonobstant leur degré d'ouverture relativement peu élevé, à l'abri des fluctuations de l'économie mondiale. Un nouveau ralentissement éventuel de l'activité au niveau mondial aurait des effets négatifs, tout comme un niveau constamment élevé des prix du pétrole pourraient peser sur l'économie.

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

Le taux annuel de variation de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) de la zone euro s'établissait à 1,1% pour 1998 et pour 1999. Comme prévu, le rythme de la hausse des prix à la consommation s'est accru au cours de l'année 1999: l'augmentation des prix de l'énergie l'a emporté sur les pressions à la baisse provenant d'autres catégories, notamment des produits alimentaires frais. Cependant, compte tenu du faible niveau de l'inflation observé en début d'année (0,9% pour le premier semestre 1999), le niveau d'inflation de 1999 est resté identique à celui de 1998. Rappelons que le Conseil des gouverneurs de la BCE a défini la stabilité des prix comme une «progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2% dans la zone euro».

A l'opposé de ces pressions à la hausse sur l'inflation, le taux de croissance des prix des services a, quant à lui, continué de diminuer. Outre la modération salariale qui s'est profilée tout au long du premier semestre de l'année 1999, le processus de dérégulation et de libéralisation auquel nous assistons actuellement explique en grande partie ce phénomène.

La chute du cours de l'euro par rapport au USD et au JPY de quelque 8% en termes nominaux effectifs au cours de l'année 1999 n'a pas eu de conséquences inflationnistes

notables et on ne s'attend pas non plus à en subir à l'avenir, si ce n'est de manière modeste au niveau des prix industriels importés.

#### L'effet du prix du pétrole sur l'IPCH

Le renchérissement des cours du pétrole est sans doute le facteur explicatif le plus important de l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro au cours de l'année 1999. Alors qu'en 1998 et au début de 1999, le taux d'accroissement de l'IPCH s'était ralenti sous l'influence des baisses des prix de l'énergie, cette tendance s'est inversée depuis avril 1999, reflétant dans une large mesure la hausse des cours mondiaux du pétrole. Par rapport au niveau de prix très bas de USD 9,85 par baril de pétrole de qualité Brent atteint en décembre 1998, le cours a connu une hausse presque permanente depuis lors, atteignant USD 25,52 en décembre 1999 (cf. graphique ci-après). Exprimés en euro, les mouvements des cours ont été légèrement plus prononcés par suite de l'appréciation du dollar par rapport à l'euro depuis janvier 1999.

Graphique 2

#### Oil prices, Brent Dated European quote (USD)



Source: Reuters

Les résolutions de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole affectent fortement les cours mondiaux du pétrole. En effet, l'accord de production de l'OPEP, entré en vigueur en avril 1999 et visant à limiter la production de pétrole, est un élément d'explication important de la récente envolée des cours. De la même manière, des résolutions du cartel ont été à l'origine des hausses importantes enregistrées en 1973 et en 1979 respectivement. Toutefois, la situation actuelle diffère de celle du passé. Premièrement, la hausse récente des cours du pétrole est moins importante qu'en 1973 et qu'en 1979-1980 quand on enregistrerait un quadruplement et un quasi-triplement des cours du pétrole exprimé en USD. De plus, dans la mesure où le récent renchérissement des cours du pétrole a inversé la décline sensible de 1997-1998 (cf. graphique), l'OPEP a exprimé le souhait, en août dernier, de stabiliser les cours du pétrole aux alentours des cours de fin 1999.

Lorsque les cours du pétrole varient, les prix à la consommation sont affectés par différents canaux. En premier lieu, cette variation a une incidence quasi immédiate sur l'IPCH, largement proportionnelle au poids de la composante énergie dans l'IPCH (8,8 % du panier servant de référence à l'indice de la zone euro). L'impact qu'ont les variations du prix mondial du pétrole – et donc des produits dérivés du pétrole – sur les prix à la consommation est atténué dans une certaine mesure par les impôts. En février 2000 par exemple, la part des impôts dans le prix d'un litre d'EuroSuper 95 s'élevait à 59,29%. Cette part se composait d'un impôt forfaitaire de LUF 15,01 (revenant à 48,57% du prix final) est d'un taux de TVA de 12%. Ainsi, une augmentation du prix initial du pétrole – tout comme une diminution de celui-ci – se répercute moins que proportionnellement dans les prix à la consommation des produits pétroliers.

A noter dans ce contexte que plus les impôts forfaitaires sont faibles, plus les variations du prix du pétrole auront un effet sur les prix à la consommation des produits pétroliers. Il est donc évident que l'impact de hausse des prix du pétrole a des répercussions plus importantes au Luxembourg que dans la plupart des autres pays de la zone euro.

En deuxième lieu, la hausse des cours du pétrole affecte également les coûts de production, ce qui est susceptible de se traduire, avec un décalage de plusieurs trimestres, par une

accélération de la progression des prix de vente des biens industriels. Cela se transforme en une hausse de l'IPCH qui risque de donner lieu à des hausses salariales se répercutant à leur tour sur les coûts de production. Le risque est celui d'une spirale inflationniste. En ce qui concerne le premier de ces deux canaux, le rythme d'évolution sur un an des prix de l'énergie dans l'IPCH s'est déjà accéléré de façon notable (de - 4,3% en février 1999 à + 3,2% en juillet). En revanche, la récente hausse des prix de vente industriels n'a pas encore eu d'incidence perceptible sur les prix à la consommation. En effet, on assiste à un taux d'accroissement modéré et stable de la composante «produits industriels hors énergie» de l'IPCH.

### Le mouvement de libéralisation européen

Suite à l'application de directives européennes, des réductions de prix sont déjà intervenues dans le secteur des télécommunications, et ce de manière particulièrement importante au Luxembourg, en Allemagne et en Irlande. A l'opposé, le Portugal et l'Italie en sont à un stade précoce de cette évolution. De fortes réductions de prix sont encore attendues pour la majorité des pays de la zone euro et particulièrement aux Pays-Bas, au Portugal, en Italie et en Espagne.

La libéralisation des marchés de l'énergie est plus récente que celle des télécommunications, mais tout aussi prometteuse en ce qui concerne ses conséquences en termes de réduction des prix à la consommation.

En ce qui concerne spécifiquement le secteur de l'électricité, les Etats membres ont dû procéder à la mise en œuvre de la directive 96/92/CE, qui est entrée en vigueur le 19 février 1997. Cependant, dans la zone euro, seuls les marchés allemands et finlandais sont à l'heure actuelle totalement libéralisés, en raison d'une transposition de la directive plus rapide que requise. A l'opposé, au Luxembourg, en Belgique, aux Pays-Bas, en Autriche, en Irlande et en Espagne, seul le marché des ventes aux institutionnels a été libéralisé ou le sera sous peu. Parmi ces pays, seule l'Espagne enregistre des baisses importantes des prix de vente aux particuliers. Le Luxembourg n'a pour l'instant pas encore ouvert son marché. Un projet de loi a été déposé à la Chambre des députés prévoyant une libéra-

lisation pour des consommations supérieures à 100 GWh par an, ce qui représente six clients éligibles. Pour la zone euro prise dans son ensemble, certaines estimations font état d'une ouverture du marché de l'électricité à concurrence de 60% avant fin 2001. Au niveau de la Communauté, étant donné que les marchés britannique et suédois sont également totalement libéralisés, la Commission a déjà fait état d'un degré d'ouverture du marché supérieur à 60% en mai 1999. Remarquons qu'au cours du mois de novembre 1999, la Commission a mis en demeure le Luxembourg et la France d'exécuter les règles communes concernant le marché intérieur de l'électricité. La Commission a adressé le 23 décembre 1999 un avis motivé au Luxembourg. En 2000, la Commission a saisi la Cour de Justice européenne d'une action en manquement contre l'Etat luxembourgeois.

En ce qui concerne le marché du gaz naturel, les Etats membres de l'UE sont tenus, d'ici août 2000, d'ouvrir leurs marchés à concurrence de 20%, conformément à la directive 95/30/CE.

### Les prix à la production

Pendant quinze mois consécutifs, de décembre 1997 à février 1999, l'indice des prix à la production industrielle (IPP) a baissé et a ainsi constitué un facteur primordial dans la modération de l'inflation. Cette tendance s'est renversée au cours du mois de mars 1999 en raison de la reprise économique mondiale, notamment sur le continent asiatique, de la hausse des prix pétroliers et finalement du ralentissement de la chute, voire de l'augmentation des prix des matières premières non énergétiques (nickel, chrome, zinc, etc.). Les derniers chiffres disponibles, ceux pour le mois de décembre, font état d'une augmentation de l'IPP de 0,5% par rapport au mois précédent et d'une variation de +3,0% par rapport au même mois de l'année précédente (+2,1% en octobre et +1,3% en septembre).

### Les coûts salariaux

Après une année 1998 où les coûts de la main-d'œuvre sont restés relativement stables, une tendance à la hausse semble se confirmer pour 1999, au vu des taux de croissan-

ce de l'ordre de 2% pour les trois premiers trimestres. La remontée de l'IPCH, au départ de valeurs historiquement basses, risque également d'exercer avec un certain décalage une pression à la hausse sur ces coûts, de sorte que le dernier trimestre de 1999, voire le début de l'année 2000, sera probablement orienté à la hausse. Cependant, il faut remarquer que des niveaux de croissance des coûts de l'ordre de ceux enregistrés au cours des trois premiers trimestres ne constituent pas un signe de pression importante sur les prix à la consommation.

Au niveau de la zone euro prise dans son ensemble, les coûts de la main-d'œuvre ont évolué en 1999 de manière identique pour l'économie entière et pour l'industrie, alors qu'ils avaient crû un peu plus pour l'industrie en 1998. Dans l'ensemble, cette modération des coûts peut être attribuée à trois facteurs:

- la modération de l'inflation et des attentes inflationnistes,
- la concurrence accrue en raison d'une plus grande dérégulation et ouverture aux marchés publics actuellement monopolistiques, et
- le ralentissement de la conjoncture européenne et mondiale au cours des derniers trimestres de 1998 et du début de 1999.

### Conclusion

Une évaluation des perspectives en matière de stabilité des prix doit prendre en compte les incertitudes actuelles. Outre l'évolution des agrégats monétaires et de crédit qu'il convient de surveiller de près, en ce qui concerne les risques à la hausse, ceux-ci ont trait notamment à l'évolution future des cours du pétrole et à celle du taux de change effectif. Les perspectives d'évolution des prix dépendront également, dans une large mesure, d'une évolution des salaires restant compatible avec la stabilité des prix et de la fixation des prix des entreprises dans un contexte de croissance qui s'accélère. En ce qui concerne les risques à la baisse, les principaux facteurs sont liés aux effets de la déréglementation et de la libéralisation. Les prévisions disponibles don-

ment à penser que, en dépit de l'augmentation attendue du rythme de progression de l'IPCH dans les prochains mois, la hausse des prix devrait rester inférieure à 2% en 2000.

### 1.1.2 Les marchés financiers internationaux

Après les crises asiatique et russe, la crise financière s'est propagée en Amérique latine fin 1998 pour s'arrêter au cours de l'année sous revue. Alors que les marchés avaient été mis sous pression par l'épisode brésilien, l'amélioration s'est nettement accélérée en 1999. Globalement, le développement favorable a été entraîné par une croissance robuste aux Etats-Unis, une reprise, quoique fragile, au Japon ainsi que par des signes de reprise dans les économies émergentes, ces dernières refaisant progressivement surface après les turbulences engendrées par les crises successives, surtout en Asie.

#### Les marchés émergents

– L'Amérique latine

Le début de l'année a été empreint par la contagion de la crise russe vers le Brésil, ce pays connaissant des déséquilibres inquiétants à l'instar des pays émergents touchés précédemment: déficit budgétaire important (+/- 8% du

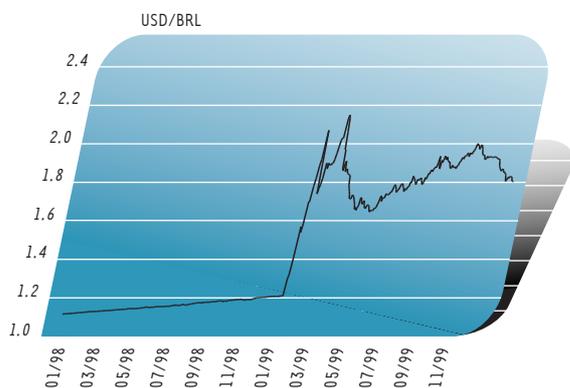
PIB), déficit du compte courant conséquent (+/- 4%), sorties considérables de capitaux et forte volatilité sur le marché boursier. La pression émanant du Brésil s'est amplifiée lors de la décision de la Banque centrale brésilienne de modifier la bande de fluctuation, puis de laisser flotter le réal le 18 janvier. Ainsi, du 12 janvier au 29 janvier, le dollar s'est apprécié de 71% par rapport à la devise brésilienne, atteignant un cours maximum de USD/BRL 2,15 début mars. Après s'être à nouveau apprécié jusqu'en mai, rejoignant des cours se situant entre 1,6 et 1,7, le réal s'est stabilisé pour tendre vers un cours de 1,8 en fin d'année. Quant au marché boursier, l'indice Bovespa a atteint son niveau le plus bas mi-janvier, en pleine crise, avant de progresser régulièrement pour afficher finalement une progression de 152% sur l'année 1999, les opérateurs ayant accueilli favorablement le flottement de la devise brésilienne.

Le regain de confiance dont a bénéficié le Brésil est en grande partie à mettre sur le compte de l'aide internationale. Sous l'égide du FMI, le programme d'assistance financière internationale annoncé en novembre 1998 a porté sur un montant de USD 41,5 milliards.

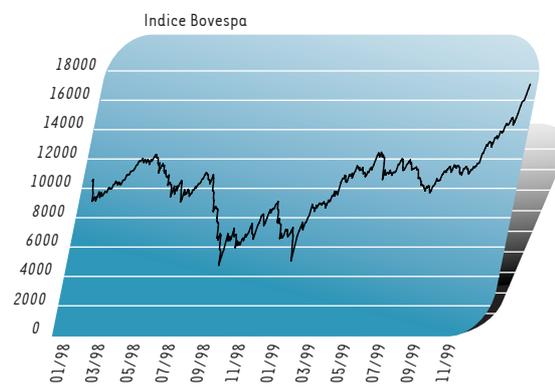
Quant au reste de l'Amérique latine, le scénario est similaire. Toutefois, alors que les pays clés semblent retrouver le chemin de la reprise, elle demeure nettement plus fragile et contenue que celle enregistrée dans la zone asiatique. Ainsi, l'Argentine, le Chili, l'Equateur ou encore la Colombie ne devraient retrouver une croissance positive qu'à la fin de l'an 2000.

Graphique 3

#### Evolution du cours USD/BRL et de l'indice Bovespa en 1998 et 1999



Source: Reuters



Source: Reuters

– L'Asie, hors Japon

L'évolution de ces pays touchés par la crise s'est présentée de manière plus positive qu'en Amérique latine. En Corée les estimations de croissance pour 1999 sont de l'ordre de 9,9% après une croissance négative du PIB de 5,8% en 1998. Cette reprise est à mettre sur le compte d'un taux de change compétitif, favorisant la reprise des exportations,

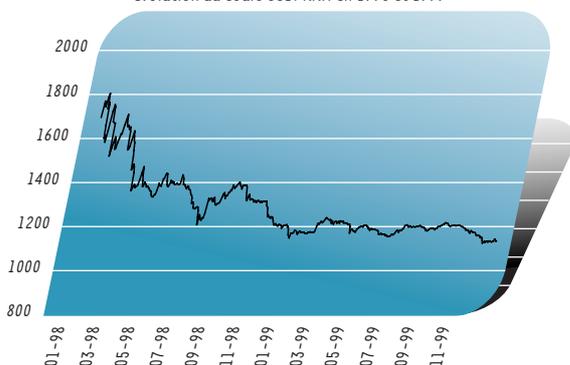
d'un taux d'inflation faible, ainsi que d'un soutien budgétaire conséquent. En Thaïlande, les estimations de croissance pour 1999 sont également prometteuses (+4,2%) alors qu'en 1998, la crise asiatique avait engendré une baisse du PIB de 9,4%. Quant à l'Indonésie, pays le plus touché par la crise, elle devrait se contenter d'une croissance légèrement positive pour 1999 (0,1%) après un sévère recul du PIB en 1998 (-13,7%).

Graphique 4

### Principales évolutions des taux de change et des indices boursiers

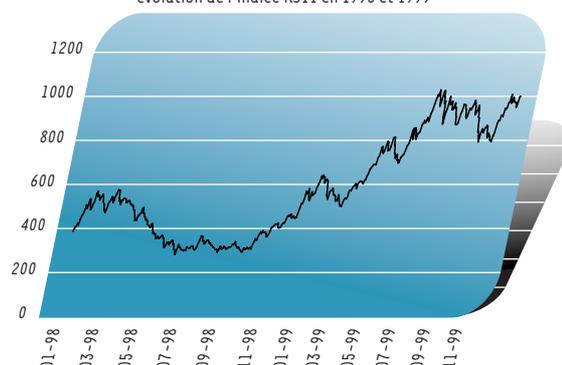
#### Corée

Evolution du cours USD/KRW en 1998 et 1999



Source: Reuters

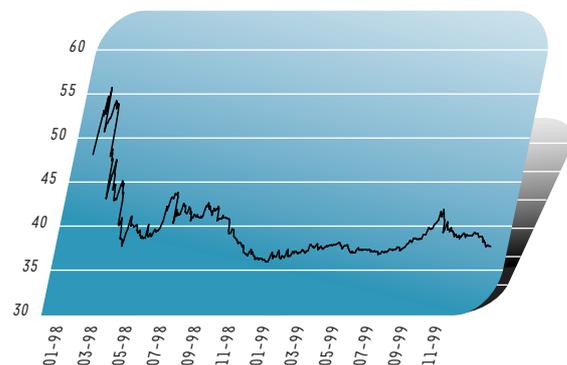
Evolution de l'indice KS11 en 1998 et 1999



Source: Reuters

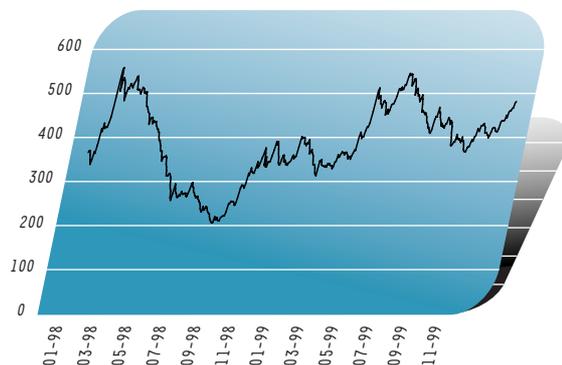
#### Thaïlande

Evolution du cours USD/THB en 1998 et 1999



Source: Reuters

Evolution de l'indice SETI en 1998 et 1999



Source: Reuters

### Indonésie



Source: Reuters

Evolution de l'indice JKSE en 1998 et 1999



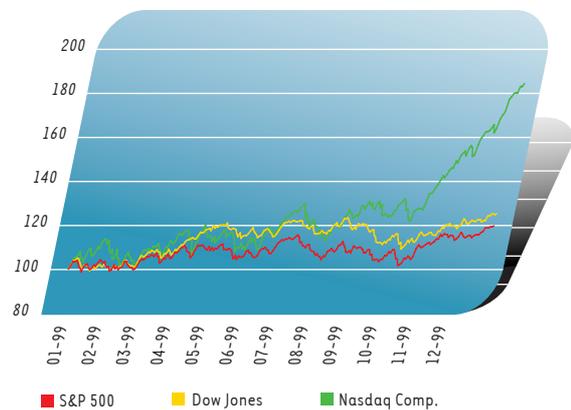
Source: Reuters

### Les marchés occidentaux et le Japon

Aux Etats-Unis, la période d'expansion entamée en 1991 s'est prolongée en 1999. En un an, le PIB a progressé de quelque 4% alors que l'inflation est restée modérée. Cette évolution est illustrative de la «Nouvelle Economie», associant progrès technologique et gains de productivité à un faible taux de chômage sans tension inflationniste. Sur une année, le Dow Jones a connu une hausse de 25,2%, alors que le Nasdaq Composite a affiché une croissance vertigineuse amorcée fin octobre, permettant à l'indice des valeurs «high tech» d'afficher une progression de près de 86%.

Graphique 5

### Performance des principaux indices boursiers américains en 1999

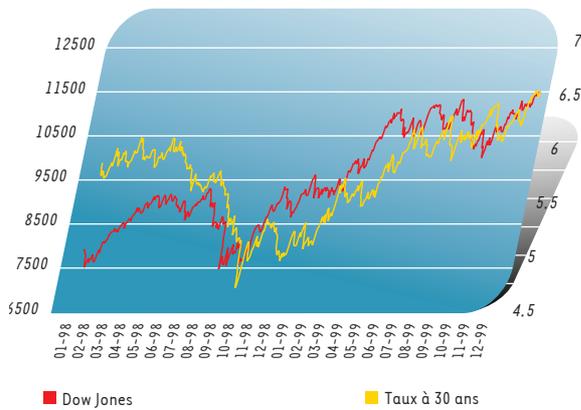


Source: Reuters

Les performances boursières sont d'autant plus remarquables que les taux longs se sont vivement tendus au cours de l'année. Après la chute des rendements au cours de la seconde moitié de l'année précédente, évolution impliquée par le phénomène de la fuite vers la qualité déclenchée par la crise financière, les taux longs ont progressé rapidement pour atteindre des niveaux nettement supérieurs à ceux enregistrés l'année dernière, atteignant des sommets en fin d'année.

Graphique 6

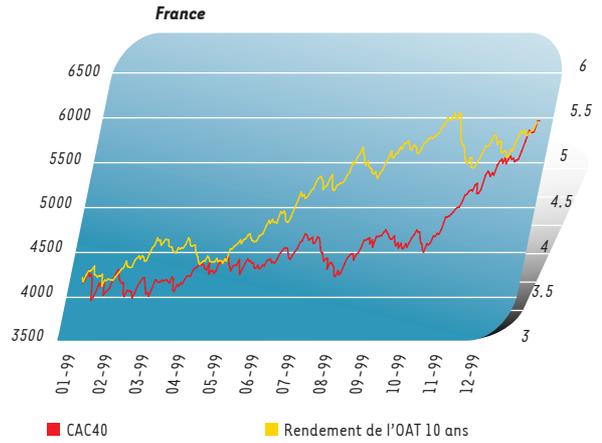
**Dow Jones et taux à 30 ans en 1998 et 1999**



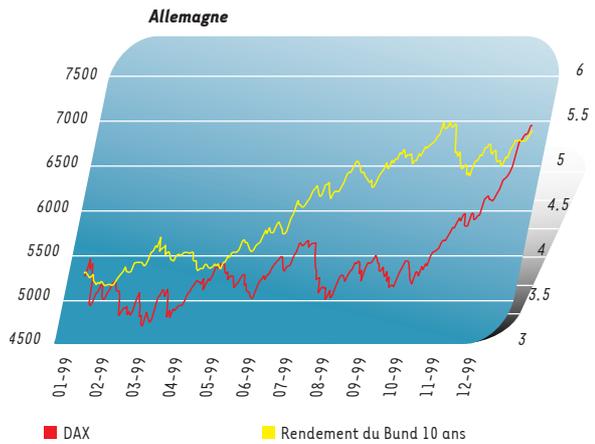
Source: Reuters

Graphique 7

**Marchés boursiers et taux longs**



Source: Reuters

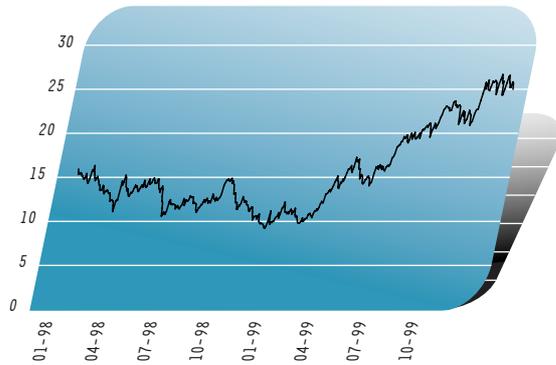


Source: Reuters

Aux Etats-Unis, les mises en garde contre la disjonction entre progression du prix des actifs boursiers et des fondamentaux, illustratrice d'une «exubérance irrationnelle» potentielle, la croissance soutenue, ainsi que la flambée du prix du pétrole ont généré des craintes de reprise de l'inflation.

Graphique 8

**Evolution du cours du Brent en 1998 et 1999**



Source: Reuters

Ces appréhensions inflationnistes se sont confirmées suite au biais restrictif annoncé par la Réserve Fédérale américaine (FED) le 18 mai 1999.

Après les baisses de taux successives opérées par la FED en 1998, la banque centrale américaine a procédé à un resserrement de sa politique monétaire. Après l'annonce d'un biais restrictif en mai 1999, la FED a levé son taux principal des «Fed funds» à trois reprises, en juin, août et septembre. Ces trois hausses successives de 25 points de base ont porté le taux en question à 5,5% alors que le taux d'escompte a terminé l'année à un niveau de 5%. La croissance robuste sans tension inflationniste, couplé à un taux de chômage atteignant son niveau le plus bas depuis trente ans (4,1% depuis octobre 1999), a motivé les opérateurs sur les marchés boursiers, guère affectés par la tension sur les taux longs.

Au sein de la zone euro, la reprise économique escomptée par la Commission européenne et l'OCDE s'est confirmée en fin d'année. A l'horizon 2001, la croissance au sein des principales économies européennes pourrait rattraper la croissance persistante affichée outre-Atlantique.

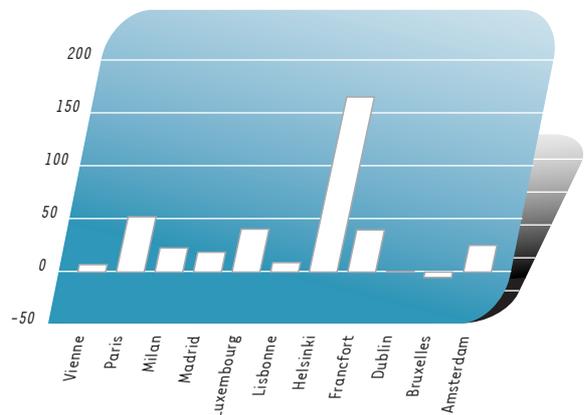
Les marchés boursiers des principales places financières européennes ont affiché d'excellents résultats, dépassant ceux enregistrés par le Dow Jones et le S&P 500. Au sein de la zone euro, l'indice phare du marché français, le CAC 40, a affiché la progression la plus forte, après l'indice finlandais, avec un gain de 51,1%. Le DAX allemand a atteint une progression annuelle de 39%. Les bonnes performances observées depuis octobre sur les bourses ont été favorisées en Allemagne par la

précision du gouvernement quant au projet de réforme fiscale, selon lequel les plus-values provenant de la vente de parts d'une société par actions ne seront plus soumises à l'impôt dans le chef de la société vendeuse à partir de 2001. Cette information a été particulièrement bien accueillie par les établissements financiers, ainsi que les compagnies d'assurance. La seule note négative est liée à la performance de la bourse de Bruxelles dont le résultat a été négatif de quelque 5%. A noter, dans ce contexte, que l'indice luxembourgeois LUXX n'a pas manqué de suivre l'euphorie boursière de fin d'année pour finalement progresser de 39,7%.

La progression des marchés boursiers européens s'est également effectuée malgré une tension sur les taux longs. Alors que le Conseil des gouverneurs de la BCE a procédé à une baisse du taux des opérations principales de refinancement de 50 points de base début avril, afin de favoriser une reprise économique au sein de la zone euro, le dépassement systématique de la valeur de référence M3, la croissance soutenue de l'octroi de crédits, ainsi que la poussée des prix pétroliers ont finalement conduit le Conseil des gouverneurs de la BCE à opérer une hausse du même taux et de même ampleur début novembre. Ainsi, le taux des opérations principales de refinancement a été de 3% fin 1999.

Graphique 9

**Performance des indices boursiers au sein de la zone euro en 1999 (en %)**



Source: Reuters

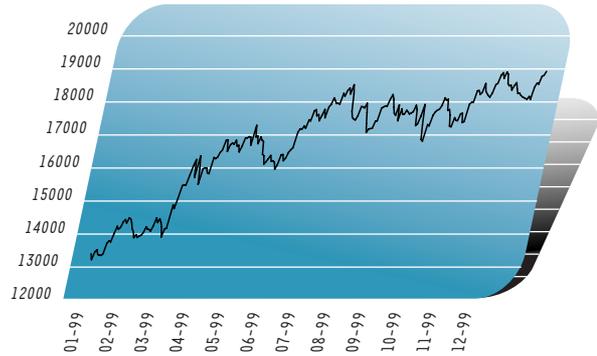
A noter également que l'indice paneuropéen EUROSTOXX50 a enregistré une performance particulièrement marquée de 46,7%.

Alors que l'euro a enregistré une dépréciation par rapport au dollar et au yen, la monnaie unique a néanmoins gagné la confiance des investisseurs sur les marchés obligataires. Au cours de l'année 1999, l'euro est devenu la principale devise dans le cadre des émissions obligataires internationales. Ainsi, lors de sa première année d'existence, où le montant des emprunts obligataires est passé de USD 892 milliards à USD 1 350 milliards, l'euro a affiché une part de marché de 44,6% devant le dollar avec une part de marché de 42,5%.

Au Japon, l'année 1999 indique une sortie progressive de la récession. Ce développement reste toutefois principalement basé sur la relance budgétaire, le gouvernement nippon ayant accordé un nouveau plan de relance portant sur JPY 18 000 milliards (+/- 4% du PIB), semblable en volume à celui de l'année précédente. Le yen a été le premier à bénéficier de cette reprise mitigée de l'économie, la devise japonaise ayant été délaissée durant la période de marasme économique. Ainsi, sur une année, le yen s'est apprécié de 9,7% par rapport au dollar et de 21,8% par rapport à l'euro.

Graphique 11

**Evolution de l'indice Nikkei en 1999**



Source: Reuters

Le marché boursier a profité de ce regain de confiance face au marché japonais et de la bonne performance boursière américaine, en particulier dans le sillage des valeurs technologiques. En 1999, l'indice phare nippon, le Nikkei, a gagné 36,8%.

Graphique 10

**Evolution des cours USD/JPY et EUR/JPY en 1999**



Source: Reuters



Source: Reuters

## 1.2 L'activité au plan luxembourgeois

### 1.2.1 La croissance économique

#### 1.2.1.1 Introduction

Les chiffres des comptes nationaux disponibles pour l'année 1999 sont des estimations sujettes à des révisions au cours des prochains mois. Il convient donc de garder à l'esprit que les chiffres sont provisoires.

L'année 1999 a vu l'introduction par les Etats membres de l'Union européenne d'un nouveau système de comptes nationaux, à savoir le Système Européen des Comptes en version 1995 (SEC95). Il succède à l'ancienne méthodologie qu'avait été la deuxième édition du SEC, à savoir le SEC79. Le SEC95 est cohérent avec la version révisée du Système de Comptabilité nationale de 1993 des Nations Unies (SCN93). Celui-ci sert de référence au niveau mondial pour l'établissement des comptes nationaux.

Par rapport au SEC79, le SEC95 se caractérise par une plus grande harmonisation des cadres comptables, des concepts et des définitions. Cette harmonisation est devenue nécessaire puisque des agrégats de la comptabilité nationale sont, au sein de l'Union européenne, utilisés à des fins administratives. Il s'agit par exemple du calcul des contributions au budget de l'UE, l'admissibilité aux fonds régionaux et sociaux, ensuite de l'admissibilité à l'Union économique et monétaire ainsi que des procédures prévues dans le cadre du Pacte de Stabilité et de Croissance.

Les changements principaux de méthodologie et de définition ont eu lieu dans les domaines suivants:

- La notion des investissements a été élargie et inclut désormais les investissements immatériels (comme par exemple les logiciels) ainsi que les biens durables destinés à des fins militaires (bâtiments, camions, etc.), qui étaient auparavant traités comme dépenses courantes.
- En ce qui concerne la consommation finale, le SEC95 fait distinction entre la dépense de consommation des ménages d'une part, et la consommation finale effective d'autre part, qui englobe en plus la partie de la consommation des ménages financée par les administrations publiques (services d'éducation et de santé) et les (Institution sans but lucratif au service des ménages), d'autre part.
- Les estimations à prix constants ont été améliorées, permettant une meilleure prise en compte des nouveaux produits et de l'évolution de la qualité et de la productivité.
- Une plus grande attention est accordée aux transactions financières, aux services financiers et aux revenus qui en découlent.

Ces modifications de concepts et de définitions entraînent certaines variations de montants des différents agrégats par rapport aux comptes établis selon l'ancienne méthodologie SEC79, pour le Luxembourg comme pour les autres Etats membres de l'Union. Le PIB notamment a subi une révision à la hausse causée dans le cas du Luxembourg par la modification de la définition des investissements et par les nouveaux principes d'évaluation de la production, surtout pour les assurances et les administrations publiques. La différence du montant du PIB entre les versions SEC95 et SEC79 varie entre 3,5% et 4,4% pour les années 1995 à 1998.

#### 1.2.1.2 La croissance selon les agrégats

1999 a été la troisième année consécutive de forte croissance économique. La variation réelle du PIB est estimée à 4,9% pour l'année sous revue. Vu les taux de progression des années 1997 (+7,3%) et 1998 (+5,0%), le prolongement du rythme en 1999 de l'année précédente doit être jugé comme étant un résultat excellent.

Si le taux de croissance global est pratiquement resté stable d'une année à l'autre, les différentes composantes du PIB ne montrent pas le même comportement qu'en 1998. Par conséquent, leur contribution à la croissance globale est également sujette à des variations.

Ainsi, l'augmentation de la consommation finale des ménages a accéléré en 1999 et réalise un taux de croissance de +3,0% (1998: +2,3%). Sa contribution à la croissance globale augmente de 1,0 à 1,4 points de pour cent. Une évolution similaire est observée du côté de la consommation collective des administrations publiques. Sa crois-

sance s'accélère en 1999 (+3,3%) par rapport à l'année précédente (+2,8%). En même temps, elle contribue avec 0,6 points de pour cent à la croissance.

L'accélération dont l'importance relative est la plus marquée est enregistrée du côté de la formation brute de capital fixe. Après une croissance modérée en 1998 (+1,5% seulement), le taux de croissance réalisé en 1999 (+9,0%) est impressionnant. La contribution à la croissance des investissements a plus que quadruplé de 0,4 à 1,7 points de pour cent. Il convient de préciser dans ce contexte que la croissance de la FBCF a tendance à être très volatile. Puisqu'en 1997, sa croissance avait été extraordinairement élevée (+12,8), la progression peu élevée en 1998 revient à une stabilisation des investissements sur un niveau élevé. Les facteurs ayant contribué à leur récente accélération sont des investissements publics dans l'infrastructure routière et dans l'enseignement ainsi que des facteurs spéciaux comme l'achat et l'importation d'avions de transports par une société luxembourgeoise.

En prenant en considération également la contribution des variations de stock et ajustements statistiques, on parvient

surestimer leur contribution réelle à la croissance et au PIB et de sous-estimer celle des exportations.

En effet, les biens et services importés sont utilisés à des fins de consommation (intermédiaire ou finale, privée ou publique), d'investissement ou de (ré)exportation et sont donc inclus dans les sous-composantes correspondantes du PIB sans qu'ils aient été produits sur le territoire national. Par conséquent, on procède à une déduction des autres agrégats pour obtenir une mesure correcte de la production intérieure.

Pourtant, bien que les importations soient utilisées à des fins diverses, on procède dans le calcul du PIB à une déduction de la totalité des importations et des exportations seules pour obtenir ainsi les exportations nettes, ce qui peut inciter l'erreur mentionnée. Prises isolément, les exportations ont contribué avec +6 points de pour-cent à la croissance, les importations avec -4,6 points.

La croissance des exportations a été de 5,2%, ce qui revient à un ralentissement après deux années très fortes (+10,5%

Tableau 1

**Croissance réelle (en %)**

	PIB	Consommation finale nationale des ménages	Consommation collective des administrations publiques	FBCF	Exportations	Importations
1998	5,0	2,3	2,8	1,5	9,9	8,3
1999	4,9	3,0	3,3	9,0	5,2	4,9

Source: STATEC

à une croissance du PIB de 3,6 points de pour cent créée par les seuls emplois finals nationaux.

Ainsi, la contribution des exportations nettes s'élève à 1,3 points de pour cent.

Il convient néanmoins de relativiser le poids dominant des emplois finals nationaux, puisqu'on risque autrement de

et +9,9% respectivement en 1997 et 1998). C'est surtout la faiblesse relative de la conjoncture internationale au premier semestre de l'année sous revue à laquelle incombe ce ralentissement des exportations.

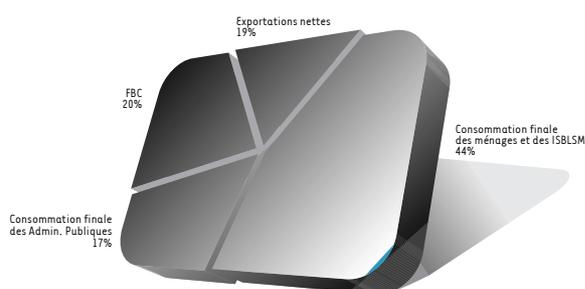
La croissance des importations est la résultante de deux courants opposés. D'une part, l'évolution du volume des exportations a contribué également à un tassement de la

progression des importations. D'autre part, la forte demande intérieure a eu un impact positif sur l'évolution des importations. L'effet net a été un taux de progression de +4,9%, taux qui est sensiblement inférieur à celui des deux années précédentes (+9,3% en 1997 et +8,3% l'année suivante), ainsi qu'une diminution de la contribution du solde extérieur à la croissance à 1,3 points de pour-cent – en 1998, cette contribution s'était encore élevée à 3 points de pour cent.

L'interprétation de ces chiffres doit se faire avec prudence en raison du rôle que jouent les importations et du poids qu'ont les différents agrégats du PIB dans la composition du PIB total. Ainsi, les emplois finals nationaux font ensemble 81% du PIB (voir graphique). Si les exportations nettes ne correspondent qu'à 19% de la production intérieure, les exportations seules dépassent le total du PIB de 14% et les importations, prises isolément, s'élèvent à 95% du PIB total. Cela reflète l'importance des échanges internationaux de biens et de services pour l'économie nationale.

Graphique 12

### La composition du PIB en 1999



Source: STATEC

Une analyse plus détaillée reflétant l'évolution au cours de l'année n'est pas possible car les comptes nationaux trimestriels n'étaient pas encore disponibles lors de la date de clôture du présent rapport.

<sup>1</sup> La remarque quant aux problèmes méthodologiques lors des estimations des agrégats macro-économiques s'applique aussi à l'estimation de la valeur ajoutée des différents secteurs.

En ce qui concerne le volume du PIB, il est vrai que son niveau par habitant au Luxembourg est très élevé si on le compare à la moyenne de l'Union des Quinze. Selon des chiffres publiés récemment par Eurostat du PIB régional, le PIB par habitant au Luxembourg, en standard de pouvoir d'achat pour les années 1995 à 1998, s'élève à 172% de la moyenne de l'Union des quinze. On note cependant qu'à l'intérieur des pays, les valeurs varient fortement. Ainsi, Hambourg atteint les 198% et la valeur du PIB par habitant à Londres est même de 229% de la moyenne européenne. S'il est donc vrai que la richesse varie fortement d'une région à l'autre, le phénomène des frontaliers peut donner lieu à la nécessité de relativiser le résultat de telles comparaisons surtout si une région est de petite taille. En effet, bien que les travailleurs frontaliers contribuent au PIB d'une région et donc au numérateur du ratio, ils ne font pas partie des habitants de la région en question et ne figurent donc pas au dénominateur, ce qui mène à une certaine distorsion du résultat, lorsqu'on envisage de mesurer le revenu des habitants d'une région dans laquelle travaille un nombre élevé de frontaliers. Il suffit de se rappeler le poids qu'ont les frontaliers dans l'emploi intérieur pour avoir une impression de l'importance que doit avoir par exemple la partie « exportée » de la rémunération des salariés. En 1998 par exemple, cette somme s'élevait à LUF 89,0 milliards ou bien plus de 13% du PIB à prix courants. Une distorsion statistique – dans le sens opposé bien sûr – a également lieu pour des régions dans lesquelles habitent beaucoup de personnes, mais qui travaillent dans une région voisine.

#### 1.2.1.3 L'évolution dans les différents secteurs

La croissance économique s'est manifestée dans tous les secteurs de l'économie luxembourgeoise. Selon les estimations du STATEC<sup>1</sup>, la contribution à la croissance de chaque secteur a été positive en 1999. La répartition de la croissance est cependant plus déséquilibrée en 1999 que lors de l'année précédente. En 1998, 30% de la croissance provenait encore des secteurs primaires et secondaires (comptant pour 20% de la valeur ajoutée brute); en 1999, cette part a été réduite à quelque 10%. Les services marchands restent le moteur de l'économie luxembourgeoise. Leur contribution a été d'environ 3,8% (sur 4,9%).

Tableau 2

## Evolution de la valeur ajoutée brute en volume par branches

Branche	Taux de croissance		Contribution à la croissance	
	97/98	98/99*	98	99*
Agriculture, viticulture, sylviculture, pêche	23,1	7,7	0,2	0,06
Industries extractives	12,8	11,8	0,0	0,02
Industries manufacturières	5,5	1,2	0,9	0,16
Electricité, gaz et eau	4,3	0,1	0,1	0,00
Construction	6,2	2,0	0,4	0,11
Commerce, réparation	-1,0	1,8	-0,1	0,18
Hôtels et restaurants	1,8	80,0	0,0	0,18
Transports et communications	8,9	6,4	0,9	0,63
Intermédiation financière et assurances	4,7	7,5	1,1	1,55
Immobilier, location et services aux entreprises	3,3	7,0	0,7	1,28
Services d'administration publique	1,6	2,0	0,1	0,12
Education	5,4	4,1	0,2	0,15
Services de santé et d'action sociale	4,1	7,1	0,2	0,31
Services collectifs, sociaux et personnels	5,8	4,0	0,2	0,12
Services domestiques	-0,5	5,0	0,0	0,03
<b>Total</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,90</b>

Source: STATEC, Calculs BCL

\* Estimations du STATEC

## Le secteur de l'industrie

L'année écoulée a été la sixième année de croissance consécutive pour l'industrie. Le volume de la valeur ajoutée brute des industries manufacturières n'a augmenté cependant que de 1,2% contre 5,5% en 1998. La contribution à la croissance a baissé ainsi de 0,9% (sur 5,2%) à 0,16% (sur 4,9%). Le secteur de l'énergie a stagné en 1999 et sa contribution à la croissance était nulle.

Tout au long de l'année, l'évolution du secteur a été conditionnée par l'environnement international. Une conjoncture internationale défavorable était à l'origine de la stagnation de l'activité au premier trimestre. Des taux de croissance négatifs ont été observés pour la production par jour ouvrable de toutes les catégories de biens lors de cette période. Le redémarrage au troisième trimestre a eu lieu grâce à une demande extérieure plus dynamique.

Tableau 3

**Production par jour ouvrable dans l'industrie**  
**Taux de variation par rapport à la même période de l'année précédente**

Production par jour ouvrable	1998	T1-99	T2-99	T3-99	1999 / 11 mois
Industrie – Total	8,1	- 2,7	2,1	6,7	2,0
Sidérurgie	1,1	- 4,7	8,6	12,7	6,6
Energie	3,9	- 1,0	- 7,1	- 10,9	- 3,2
Biens d'équipement	15,4	- 2,4	7,6	17,8	9,5
Biens intermédiaires	2,3	- 3,8	5,5	9,0	3,0
Biens de consommation non durables	14,5	- 1,8	- 4,6	- 0,9	- 4,9

Source: STATEC, Calculs BCL

Au sein du secteur industriel, les biens de consommation non durables ont connu une évolution défavorable lors des onze premiers mois de l'année. L'industrie sidérurgique quant à elle est beaucoup plus sensible à la conjoncture internationale. En effet, la baisse au premier trimestre et les hausses lors des deux trimestres suivants de la production par jour ouvrable ont été beaucoup plus importantes pour la sidérurgie que pour l'industrie entière. Les biens d'équipement et les biens intermédiaires ont connu la même évolution que l'industrie entière avec des accroissements plus importants aux deuxième et troisième trimestres.

#### Le secteur de la construction

Tout comme l'industrie, le secteur de la construction a connu une année de croissance à une allure plus faible. Le volume de la valeur ajoutée brute n'a crû que de 2% et la contribution à la croissance a chuté de 0,4% (sur 5,2%) en 1998 à 0,11% (sur 4,9%) en 1999.

La progression modérée du secteur avait son origine dans le génie civil, qui, grâce aux importants travaux d'infrastructure publique, a connu une évolution positive à partir du deuxième trimestre.

Le bâtiment a connu une année de stagnation; les autorisations de bâtir pour les constructions nouvelles et reconstructions totales de bâtiments affichent un net recul par rapport à 1998.

#### Le secteur tertiaire

Le secteur des services a connu une évolution impressionnante en 1999. Il a contribué à concurrence de 90% à la croissance de la valeur ajoutée brute en 1999. Les branches phares de l'économie luxembourgeoise ont été le secteur financier et l'immobilier, la location et les services aux entreprises. Toutes les branches, hormis le commerce, ont progressé au-delà des 5% en volume.

Tableau 4

**Chiffre d'affaires dans la construction**  
**Taux de variation par rapport à la même période de l'année précédente**

Chiffre d'affaires	1998	T1-99	T2-99	T3-99	1999 / 11 mois
Génie civil	5,5	-3,7	17,2	9,9	13,3
Bâtiment	10,6	13,6	7,8	-9,0	1,0
Construction – Total	8,0	4,8	12,2	1,2	7,1

Source: STATEC, Calculs BCL

Les services non marchands ont connu aussi une augmentation considérable. Leur contribution s'est chiffrée à 0,7 points de pourcentage de la croissance. On a enregistré la plus forte hausse en volume pour les services de santé et d'action sociale.

## 1.2.2 L'évolution des prix et des coûts

### 1.2.2.1 Les prix à la consommation

#### Les développements en 1999

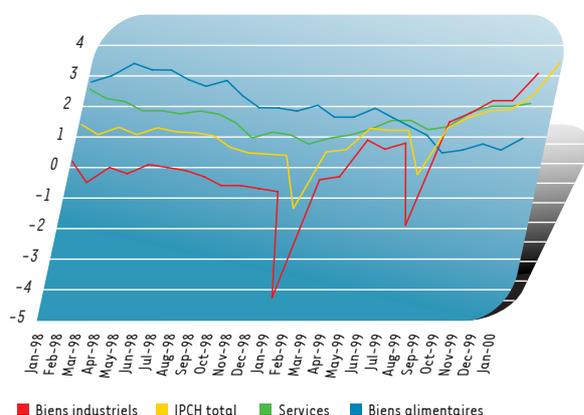
L'inflation, telle que mesurée par les variations annuelles de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), était de 1,0% en 1999 et de 2,37% pour le mois de décembre 1999. L'inflation sous-jacente, telle que définie par le STATEC<sup>2</sup>, progresse également en moyenne de 1,0% en 1999 – comparé à 1,42% pour le mois de décembre.

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

Les prix de la catégorie «produits alimentaires», qui avaient subi la plus forte hausse en 1998 (+2,7%), sont restés relativement modérés en 1999 avec une variation moyenne de 1,2%. Ces prix sont très volatils et dépendent des conditions climatiques. Par ailleurs, l'année 1998 fut considérée comme une mauvaise année agricole, dès lors, il n'est pas étonnant de constater que les variations annuelles baissent constamment tout au long de 1999. Les prix des produits alimentaires frais, aussi dits «non traités», qui entrent pour 7,91% dans l'IPCH luxembourgeois, ont joué un rôle modérateur important dans l'évolution récente de l'indice frais<sup>3</sup>. Ils reviennent de 4,31% en glissement annuel en mai 1998 à 0,48% en novembre. Ce recul de la progression des prix en glissement annuel devrait se ralentir en raison de mouvements des prix des fruits et de la viande. Bien que l'on ne puisse enregistrer, à ce jour, de tendance à la hausse, le recul accentué du rythme annuel de variation des prix des légumes observé depuis mai 1998 paraît toutefois certain. La croissance des prix à la consommation des services a été plus lente en 1999 (+1,47%) qu'elle ne l'a été en 1998 (+1,72%) et en 1997 (+2,48%). A titre d'explication de cette décélération progressive des prix on peut citer la libéralisation du marché des télécommunications, et dans une moindre mesure de celui de l'électricité, qui a engendré une forte baisse des prix dans ces secteurs; dans le cas des télécommunications, la baisse est particulièrement due aux nouveaux réseaux de téléphonie mobile (cf. le point 1.1.1.2 du Chapitre 1). A l'inverse, les prix des services ont été influencés au cours de la deuxième moitié de 1999 par l'indexation automatique des salaires: alors qu'ils n'affichaient qu'une croissance de 0,77% en glissement annuel en janvier 1999, on enregistrait une hausse de 2,10% en décembre. Comme l'on s'y attendait, la hausse du prix du pétrole, déjà commentée plus haut, et par transmission, la hausse de l'ensemble des prix des produits énergétiques, est un des principaux facteurs explicatifs de la forte remontée des prix des biens industriels énergétiques: +3,0% en 1999 et +16,34% en glissement annuel pour le mois de décembre 1999. Les prix des biens de consommation industriels non énergétiques sont restés relativement modérés en 1999, affichant une progression de 0,2% en 1999. Ils ont été fortement influencés par la prise en compte des soldes dans l'IPCH depuis janvier 1999. Sans ce changement méthodologique, ils auraient progressé d'environ 0,8% en 1999.

Graphique 13

#### Evolution de l'IPCH et de ses sous-composantes (variations annuelles en pourcentage)



Source: STATEC

<sup>2</sup> IPCH à l'exclusion des biens et services dont les prix se forment sur le marché mondial et ceux dont les prix sont caractérisés par des variations erratiques.

<sup>3</sup> Voir à ce propos l'encadré 5 du Bulletin mensuel de la BCE du mois de décembre intitulé «Les évolutions récentes des prix des produits frais».

## La prise en compte des soldes

Malgré les hausses mensuelles et les pressions inflationnistes plus importantes en 1999 qu'elles ne l'étaient en 1998, la mesure statistique de l'inflation annuelle en 1999 ne sera pas notablement supérieure à celle de 1998, où elle avait suivi une tendance à la baisse tout au long de l'année pour atteindre une moyenne annuelle de 0,96%. Ce phénomène s'explique simplement par une rupture dans la série statistique: depuis janvier 1999, le STATEC tient compte des «soldes» dans son calcul de l'indice des prix à la consommation.

Bien qu'au niveau européen il fut précisé depuis le départ que les prix utilisés dans l'IPCH devraient correspondre aux coûts d'acquisition effectivement payés par les ménages, des différences existaient entre les interprétations nationales concernant les modalités de traitement des réductions sur les prix. Afin d'harmoniser les pratiques, des orientations ont été élaborées de commun accord entre les divers instituts de statistiques nationaux, dont le STATEC et Eurostat. Cette dernière précise notamment que «les soldes sont pris en compte, car ils sont en principe temporaires, non discriminatoires et s'appliquent à un bien ou service individuel (article 4)». Ces orientations ont pris effet avec l'IPCH de janvier 1999 et rendent les IPCH encore plus comparables entre les différents pays et permettent une agrégation plus homogène de l'indice pour l'UE, et spécialement pour la zone euro.

Cette innovation a un effet modérateur sur les taux de croissance annuels de l'IPCH luxembourgeois pour le mois de janvier et juillet 1999. En effet, comme les soldes n'étaient pas pris en compte au cours de l'année 1998, lorsqu'on calcule des taux de croissance annuels pour l'indice des prix pour les mois de janvier et juillet 1999, on constate une forte décroissance de ce dernier, respectivement -1,35% et -0,24%. Ces reculs extrêmes sont dus uniquement au fait que les indices de janvier et juillet 1998 étaient encore établis «hors soldes», alors que pour ces mêmes mois les indices étaient établis «soldes inclus» en 1999.

Il sera dorénavant possible de suivre l'évolution des prix pendant les périodes des soldes et de déterminer notam-

ment si ceux-ci sont plus importants en janvier ou en juillet ou encore s'ils évoluent d'une année à l'autre. L'influence des soldes se fait particulièrement sentir dans la catégorie de biens de consommation industriels non énergétiques. (-3,38% en janvier et -2,58% en juillet). A l'intérieur de cette catégorie, le recul des prix est le plus prononcé dans les divisions «Ameublement, équipement de ménage et entretien» (impact à la baisse de -0,65 points sur l'indice général en janvier 1999; respectivement -0,47 points en juillet), «Articles d'habillement et chaussures» (-0,61; -0,51), «Logement, eau, électricité et combustibles» (-0,23; -0,14), «Loisirs, spectacles et culture» (-0,13; 0,00) et «Biens et services divers» (-0,10; -0,08). Si l'on pousse le degré de désagrégation encore plus loin, en analysant par exemple les positions de la division «Articles d'habillement et chaussures» on constate de fortes variations mensuelles dans les prix des «Pull-overs, chandails, cardigans, etc.» (-10% de variation en janvier 1999 par rapport à décembre 1998), «Autres vêtements» (-13,87% pour les vêtements d'hommes; -11,99% pour les vêtements de femmes), «Pantalons et jupes pour enfants» (-10,66%) et les vêtements pour bébés (-10,26%).

Afin de mesurer «l'inflation économique», non biaisée par des changements dans les méthodes de calcul, il faudrait «lisser» les séries pour les soldes<sup>4</sup>. Lorsqu'on apporte de telles corrections à l'IPCH, le taux d'inflation en 1999 s'élève à environ 1,3%, ce qui est nettement supérieur à l'accroissement de 1,0% soldes inclus.

En conclusion, malgré des chiffres relativement similaires pour l'évolution de l'IPCH en 1998 et en 1999, une analyse plus fine des statistiques nous laisse conclure à une accélération de l'inflation.

## La création de l'indice des prix à la consommation national (IPCN)

Le STATEC établit chaque mois un indice des prix à la consommation (IPC), qui depuis 1997 est harmonisé au niveau européen (IPCH). A partir de janvier 2000, le STATEC établit aussi un indice des prix à la consommation national (IPCN), en vertu du règlement grand-ducal du 20 décembre 1999

<sup>4</sup> Inversement, on pourrait établir les indices de janvier et juillet 1998 «soldes inclus». Plus généralement, l'idée est de ne pas avoir de rupture de série d'une année à l'autre.

concernant l'établissement de l'indice des prix à la consommation. L'IPCN est basé sur les mêmes principes et concepts méthodologiques que l'IPCH, mais se limite à la seule population résidante en excluant par conséquent la consommation des non-résidents. C'est ce nouvel indice qui servira dorénavant pour les besoins de l'échelle mobile des salaires et traitements. Rappelons que ce système de double indice est similaire, bien qu'ayant d'autres motivations, au système actuellement en vigueur en Belgique où l'IPCH coexiste avec un «Indice Santé» servant de mesure pour adapter les salaires et les loyers. La Belgique et le Luxembourg sont les seuls pays en Europe à disposer d'un mécanisme d'indexation automatique institutionnalisé.

Les biens et services entrant dans le calcul de l'IPCH et de l'IPCN sont affectés de deux coefficients de pondération, dont l'un est propre à l'IPCH et l'autre à l'IPCN. Les coefficients de pondération propres à l'IPCN représentent l'importance relative de la dépense monétaire de consommation finale, consacrée sur le territoire économique national par les ménages résidants à l'achat de chacun des biens et services figurant dans le panier à prendre en considération («le panier de la ménagère»), par rapport à la dépense monétaire totale de consommation finale effectuée sur le territoire pour l'acquisition de l'ensemble des biens et services du panier. Pour cette raison, les pondérations du panier de l'IPCN sont exprimées en parts de 811,4 et non en millièmes, comme le sont celles de l'IPCH. Les coefficients de pondération sont dérivés des comptes nationaux et sont ajustés pour tenir compte de l'évolution des prix et des habitudes de consommation. Ceux qui seront utilisés pour calculer l'IPCH et l'IPCN au cours de l'année 2000 sont dérivés des comptes nationaux de l'année 1996.

Alors que la pondération de certains biens et services est identique dans l'IPCH et l'IPCN, pour d'autres des différences notables existent. Certains éléments sont plus importants dans l'IPCH que dans l'IPCN en raison d'une consommation importante de ces éléments par des non-résidents sur le territoire national. Ainsi, les boissons alcoolisées comptent pour 30,9‰ dans l'IPCH et seulement pour 25,14‰ (soit 20,4 sur 881,4) dans l'IPCN, le tabac compte pour 68,2‰ dans l'IPCH et seulement pour 17,25‰ dans l'IPCN, l'utilisation de véhicules personnels compte pour

109,5‰ dans l'IPCH et seulement pour 61,62‰ dans l'IPCN et finalement les consommations liées aux hôtels, cafés et restaurants comptent pour 96,7‰ dans l'IPCH et seulement pour 71,6‰ dans l'IPCN. A l'inverse, certains éléments sont moins importants dans l'IPCH qu'ils ne sont dans l'IPCN, tels les loisirs, spectacles et culture qui ne comptent que pour 114,2‰ dans l'IPCH mais comptent pour 133,4‰ dans l'IPCN.

#### 1.2.2.2 Les prix à la production

L'indice des prix à la production des produits industriels (IPP) a diminué en glissement annuel tout au long de 1999, pour atteindre un recul moyen de 3,84% au cours de l'année écoulée. Etant donné que l'industrie luxembourgeoise est fortement tributaire des importations, on peut remarquer que l'IPP suit la baisse des valeurs unitaires à l'importation, bien que l'IPP soit beaucoup plus volatil que les prix à l'importation et même que les prix à la consommation. Ce recul des prix, qui est comparable à celui enregistré dans les autres pays de la zone euro, pourrait s'inverser étant donné que la production industrielle progresse en Europe, que les prix pétroliers s'affichent en hausse et que la chute des prix des matières premières non énergétiques semble toucher à sa fin. Pour preuve, le rythme de l'évolution de l'IPP s'est inversé en avril 1999 (-6,76% en avril comparé à +0,5% en octobre 1999).

Ce sont essentiellement les prix des biens intermédiaires – ils enregistrent une baisse annuelle de 6,27% en 1999 – et des biens d'équipement (-0,27% en octobre) qui exercent une forte pression à la baisse. Notons que ces biens représentent 78,72% de la production prise en compte pour la pondération de l'IPP et en constituent donc la plus importante part. Plus spécifiquement, les prix des produits sidérurgiques et des ferro-alliages, pondérés à 26,32% à eux seuls dans l'IPP, enregistrent une baisse de 11,6% en 1999 et les ouvrages de métaux, pondérés à 12,47%, enregistrent une chute de 8,1% de leurs prix. Quant aux prix des biens de consommation, pondérés à 21,27% dans l'indice, ils se sont nettement mieux redressés et affichent une très légère hausse de 0,2% en 1999 et une hausse de 2,37% en glissement annuel pour le mois de décembre. En termes de

marchés, 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 cours d'année. Quant aux prix sur le marché domestique luxembourgeois, qui affichent traditionnellement une résistance plus forte tant à la baisse qu'à la hausse, ils enregistrent déjà une hausse de 1,48% en glissement annuel pour le dernier trimestre de 1999.

### 1.2.2.3 L'évolution des autres prix et coûts

Alors que le coût salarial par mois et par personne dans l'économie entière<sup>5</sup> est resté modéré en 1998, progressant seulement de 1,75%, il s'oriente en hausse pour 1999. Il a évolué de 2,09% au cours des huit premiers mois de 1999 et a atteint 3,22% en glissement annuel au cours du mois de mai (dernier chiffre disponible). Il devra se redresser encore plus au cours de la deuxième moitié de 1999 en raison non seulement de la reprise économique, mais aussi de l'indexation automatique des salaires. Par ailleurs, le salaire minimum a augmenté le 1<sup>er</sup> janvier 1999 de 1,3%. Cette mesure concernait à la date de son application 32 125 personnes. A titre d'exemple, un ouvrier non qualifié de 18 ans a droit à un salaire minimum de 46 878 francs luxembourgeois.

L'année 1999 est davantage comparable à 1997, qu'à 1998. Au cours de l'année 1997, le coût salarial par mois et par personne dans l'économie entière enregistra une hausse de 2,8%, essentiellement due à la révision biennale du salaire minimum et au déclenchement du mécanisme d'indexation institutionnel. L'absence de ces deux facteurs en 1998 explique en grande partie la modération des salaires enregistrée alors.

La croissance des salaires et traitements dans l'industrie a été moins élevée au cours des 11 premiers mois de 1999 (+2,06%), qu'elle ne l'a été en 1998 (+2,96%), reflétant ainsi la moins bonne situation conjoncturelle dans l'industrie. A l'inverse, les salaires pris isolément enregistraient une hausse modérée de 0,63% en 1998 alors qu'ils ont déjà progressé de 1,55% au cours des 11 premiers mois de 1999. Il faut noter que le coût salarial est assez volatil, étant donné qu'il comprend également les gratifications et autres

bonus qui sont variables et liés aux résultats des entreprises. De fortes variations peuvent de ce fait résulter du fait des gratifications de fin d'année.

Les valeurs unitaires à l'exportation (-2,51% pour les 11 premiers mois de 1999) baissent plus fortement que celles à l'importation (-1,53%), entraînant des variations annuelles négatives des termes de l'échange depuis avril 1999 et atteignant -0,95% en novembre 1999<sup>6</sup>. Malgré la reprise économique en Europe et la hausse des prix énergétiques, l'indice des valeurs unitaires à l'importation, mesurant le prix réel relatif d'une unité importée, a diminué. Ce climat de baisse des valeurs unitaires à l'importation depuis la mi-1998 a favorisé une diminution des prix à la production, qui à son tour a conduit à une baisse des valeurs unitaires à l'exportation. L'analyse des prix à la production des produits industriels apporte un autre élément d'explication de ce phénomène: les prix à l'exportation ont été soumis à une forte concurrence internationale dans l'industrie sidérurgique. On peut s'attendre à ce que la baisse des valeurs unitaires à l'importation s'inverse progressivement en raison notamment de la remontée des prix des matières premières, entraînant une hausse des prix à l'exportation.

### Indexation automatique des salaires

L'indexation des salaires est sans doute l'élément marquant de l'année 1999 en termes d'évolution des coûts. L'indice rattaché à la base 1.1.1948 utilisé pour la construction de l'échelle mobile des salaires s'est chiffré à 584,92 points au cours du mois de juillet 1999 et par conséquent, la moyenne semestrielle a atteint 589,56 points en juillet 1999, dépassant la cote d'échéance de 588,77. Il y a donc eu une majoration de 2,5% des salaires, traitements, pensions, etc. avec effet au 1<sup>er</sup> août 1999, la cote d'application en vigueur à partir de cette date était de 562,38. Les précédents déclenchements du mécanisme d'indexation avaient eu lieu en mai 1995 et en février 1997 respectivement.

Comme le mentionne le Conseil économique et social dans son avis portant sur la réforme de l'indice des prix à la consommation, «l'utilité de l'échelle mobile des salaires est appréciée différemment par les groupes patronal et salarial

<sup>5</sup> Statistique puisée dans les fichiers de la Sécurité Sociale et publiée par le STATEC dans la Note de Conjoncture n° 3/99.

<sup>6</sup> Ces chiffres sont parfois sujets à des révisions plus ou moins importantes.

du CES». En effet, il y a plusieurs arguments plaçant tant en faveur du maintien du mécanisme, que de son abrogation. A titre d'exemple on peut citer d'un côté, que ce mécanisme ne tient pas compte de la situation de compétitivité des entreprises prises individuellement, ni des gains de productivité, mais de l'autre côté, il a fait ses preuves en matière de maintien de la paix sociale. Pour sa part, le Gouvernement a reconnu dans son accord de coalition que «le niveau d'inflation très bas (...) réconforte le gouvernement dans sa volonté de ne pas modifier la politique en matière d'indexation automatique (...)».

### 1.2.3 Le marché du travail

#### 1.2.3.1 L'emploi

Le dynamisme observé en 1998 au niveau de la création d'emplois n'a pas été freiné en 1999. Bien au contraire, le rythme s'est encore accéléré, aboutissant à une création nette d'emplois de 11 700 en moyenne par rapport à 1998. Ceci correspond à une variation annuelle de 4,95% et constitue la croissance de l'emploi la plus importante des années 1990. A la fin de l'année écoulée, l'emploi total s'élevait à

presque 252 000 personnes, le quart de million ayant été dépassé pour la première fois au mois de septembre.

Les variations de l'emploi d'un mois à l'autre ont, en principe, suivi le même mouvement saisonnier typiquement observé pendant les années précédentes, les mois à la croissance la plus forte étant mars, juin et septembre. On note cependant que la diminution de l'activité observée généralement pour le mois d'août a eu lieu, pendant cet été, déjà en juillet, tout comme la reprise s'est produite déjà en août au lieu du mois de septembre.

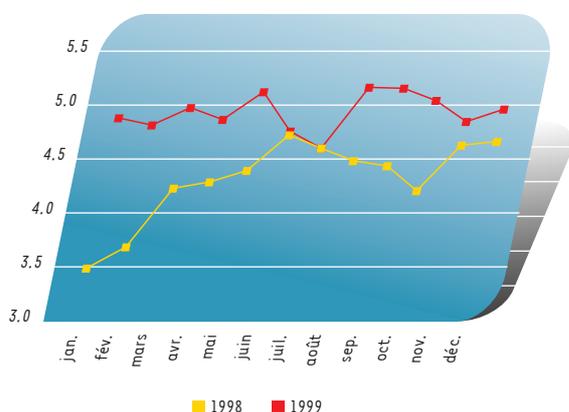
Le nombre des salariés continue à croître plus rapidement que celui de l'emploi non salarié, réduisant ainsi le poids qu'occupent dans notre économie les indépendants.

La population active – la somme des personnes résidentes ayant un emploi et des demandeurs d'emploi résidents – a également suivi une évolution positive tout au long de l'année sous revue, mais la progression est restée bien plus modérée (taux annuel moyen: 2,2%) que celle de l'emploi total.

Il est clair que, comme pour les années précédentes, la forte croissance de l'économie nationale n'aurait pas été possible sans l'afflux des frontaliers. L'économie nationale a donc continué de faire massivement appel à la main d'œuvre non résidente et le Luxembourg reste donc, pour les régions voisines, un pôle d'attraction en matière d'emplois. Parmi 100 nouveaux emplois créés au Luxembourg, 66 ont été occupés par des frontaliers. Ce taux est resté pratiquement constant depuis 1998. Le nombre de frontaliers a progressé de 10,5% en variation annuelle. Ainsi, la part que représentent les frontaliers dans l'emploi total s'élève désormais à presque 31,5% en moyenne de l'année 1999 et à 32% au dernier trimestre (plus de 78 000 personnes) contre 29,9% en 1998. Dans ce contexte, il est utile de rappeler que parmi environ 100 chômeurs dans la Grande Région, un seul est résident au Luxembourg. Les taux de chômage dans les régions limitrophes sont nettement plus élevés qu'au Luxembourg. Ainsi, le chômage s'élève à 6,8% en Rhénanie-Palatinat (6% dans la région de Trèves) et 9,6% au Pays de la Sarre. Dans la Province de Luxembourg, ce taux s'élève à 7,3%. En Lorraine, le chômage s'élève même à 10,1% de la population active. Ces chiffres se réfèrent à l'année 1998.

Graphique 14

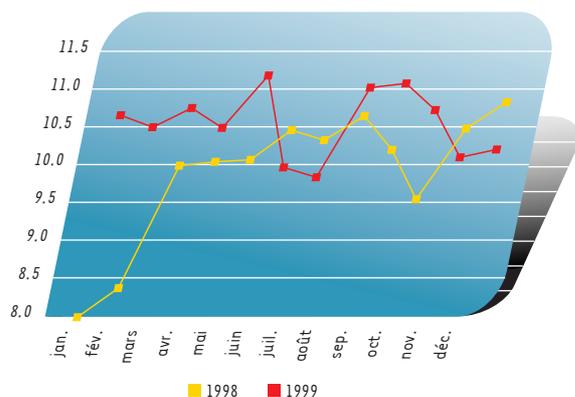
#### Emploi total intérieur (variation annuelle en %)



Source: Comité de conjoncture

Graphique 15

**Frontaliers travaillant au Luxembourg  
(variation annuelle en %)**



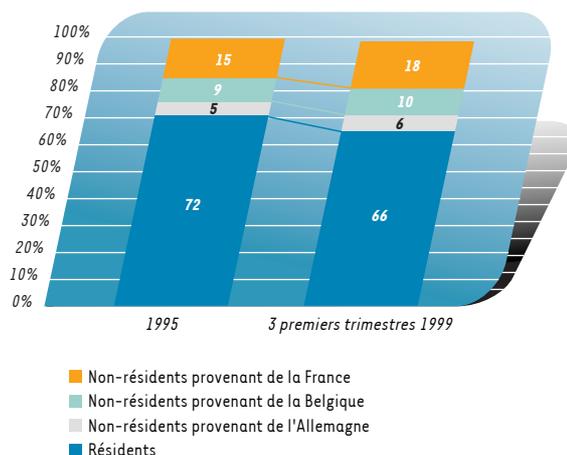
Source: Comité de conjoncture

La France reste le pays de résidence de la majorité des frontaliers (plus de 50%), suivie de la Belgique (28%) et de l'Allemagne (19%). Depuis le milieu des années 1990, le nombre total des frontaliers provenant de France a connu la hausse la plus importante en termes absolus.

En ce qui concerne les perspectives pour l'an 2000, une attitude optimiste semble justifiée. La Commission de l'Union européenne prévoit une reprise durable de la croissance dans les pays de l'Union des Quinze et l'emploi total intérieur devrait pouvoir profiter d'une bonne conjoncture nationale (celle-ci étant soutenue par l'évolution positive de la demande internationale). Une offre de travail transfrontalière abondante et, dans une moindre mesure, l'offre de travail résidente (dont l'augmentation récente est surtout due à des flux migratoires) devraient assurer que même une forte demande sur le marché du travail pourra être satisfaite. Ainsi, même s'il ne faut pas s'attendre à ce qu'une année record sera toujours suivie par une autre, un taux de croissance de l'emploi total intérieur au-dessus des 4,0% semble une perspective réaliste pour l'an 2000.

Graphique 16

**Structure de l'emploi (salarie)  
selon le pays de résidence**



Source: IGSS

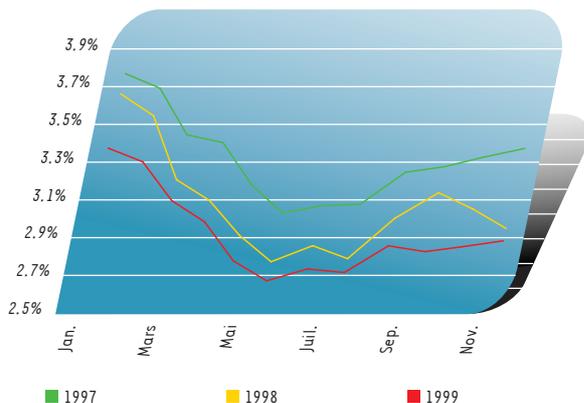
**1.2.3.2 Le chômage**

Le taux de chômage luxembourgeois reste le plus faible des Etats membres de l'UE. Il a continué de baisser en 1999 et s'est établi à 2,9% en moyenne annuelle après avoir réalisé les mêmes mouvements saisonniers observés pendant les années précédentes (voir graphique 18). Cette évolution favorable a eu pour conséquence une diminution du nombre de demandeurs d'emploi de 183 unités à 5 351 personnes en moyenne. Comme pour l'année 1998, la baisse du chômage paraît assez modeste lorsqu'on la met en relation avec la dynamique de la création de nouveaux emplois.

Précisons qu'il serait faux de croire que les 5 351 chômeurs comptés en moyenne annuelle sont les mêmes tout au long de l'année. Au lieu de percevoir les chiffres du chômage comme un «stock» de personnes dont la composition ne change guère, il convient de noter que la durée du chômage est, pour la plupart des personnes inscrites à l'Administration de l'emploi (ADEM), relativement courte et qu'on peut donc percevoir la population des chômeurs

Graphique 17

Taux de chômage au sens strict



Source: Comité de conjoncture

comme étant en grande partie un «flux» de personnes. Ainsi, presque 20% des personnes inscrites le sont pour une durée inférieure ou égale à un mois. Plus de 50% ne figurent plus parmi les demandes d'emploi non satisfaites (DENS) après 5 mois (voir graphique 19). Par opposition au chômage de nature conjoncturelle – qui devrait être près de zéro – cette rotation élevée indique qu'une partie significative du chômage résidant est de nature frictionnelle. On constate donc que la situation relative à la vitesse moyenne à laquelle un demandeur d'emploi arrive à trouver un nouvel emploi est en effet assez favorable.

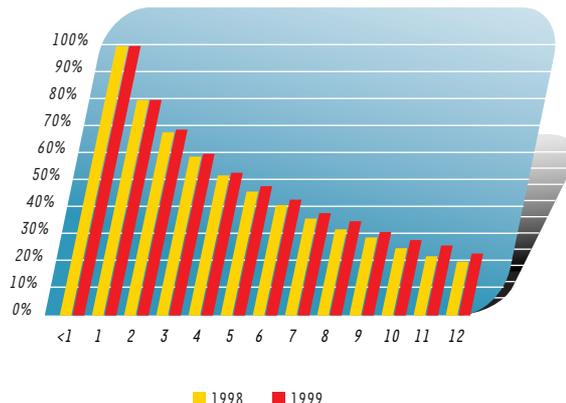
On peut néanmoins noter que l'évolution de 1998 à 1999 de la vitesse de rotation et du chômage à long terme a été moins positive. En effet, à 19,5% des demandeurs d'emploi (1 067 personnes) dont la durée de l'inscription dépasse les 12 mois en 1998 correspondent 23% (1 232 personnes) en 1999.

Cette augmentation du chômage à long terme est d'autant plus remarquable qu'elle s'inscrit dans le contexte d'une diminution du chômage total.

On pourrait être ici en présence d'une augmentation du chômage dit structurel dont une des causes principales est

Graphique 18

Pourcentage de personnes toujours sans emploi après une certaine durée (en mois) d'inscription au chômage



Source: ADEM

le manque de qualification des personnes touchées, ce qui rend difficile leur (ré)insertion dans le marché du travail même en situation conjoncturelle favorable. Cette opinion est renforcée par le fait que presque la moitié des personnes au chômage n'ont qu'une formation équivalente, voire inférieure, à l'accomplissement de l'enseignement complémentaire. D'autres facteurs communément évoqués dans l'explication d'un chômage qu'on qualifie de structurel sont un régime des indemnités relativement généreux ainsi qu'un salaire social minimum assez élevé. Il est pourtant difficile d'estimer l'impact éventuel de ces facteurs au Luxembourg. Dans ce contexte, il convient de rappeler que les chômeurs résidants ne constituent qu'une très petite partie de la masse des chômeurs dans la région (voir plus haut), ce qui aide à comprendre pourquoi une augmentation de l'emploi total est loin d'entraîner automatiquement une forte baisse du nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'ADEM.

De plus, pourraient jouer un certain rôle dans l'augmentation du chômage à long terme, les mesures spéciales pour l'emploi: leur nombre moyen avait fortement évolué en 1998 (1 317 mesures en cours en moyenne tout au long de l'année, +30% par rapport à 1997), tandis que le nombre

moyen de personnes bénéficiant d'une mesure a presque stagné en 1999 (1 751 mesures, +2%). On pourrait se demander si les bénéficiaires de ces mesures ont été en 1998, plus qu'en 1999, des chômeurs à long terme. Si tel était le cas, les statistiques se trouveraient alors biaisées et difficilement interprétables sans information supplémentaire. Malheureusement, il n'existe pas de statistiques relatives à la durée du chômage des personnes bénéficiant d'une mesure spéciale pour l'emploi. De plus, des données relatives à la durée effective des différentes mesures font défaut.

Le taux de chômage au sens large, qui inclut dans le nombre des demandeurs d'emploi les personnes bénéficiant d'une telle mesure, s'établit à 3,9% en moyenne annuelle, ce qui correspond à 7 102 personnes. Ainsi, la diminution du taux large par rapport à l'année précédente s'élève à 0,18%. Il convient de noter que l'année 1999 a été celle de la mise en vigueur du Plan d'action national en faveur de l'emploi (PAN) dans le cadre duquel des modifications des mesures pour l'emploi ont été décidées.

En tout cas, l'évolution du chômage à long terme mérite d'être suivie avec attention.

Les offres d'emploi non satisfaites (OENS) inscrites à l'ADEM ont été plus nombreuses en 1999 qu'en 1998 (1 580 OENS en moyenne, +9,5%). Si cette évolution apparaît positive - du point de vue des demandeurs d'emploi - il faut néanmoins prendre en considération que ce chiffre est difficile à interpréter, et cela pour deux raisons. Premièrement, les indications fournies ne se rapportent qu'au nombre de OENS à un moment donné (la fin de chaque mois), sans indication du nombre de nouvelles OENS inscrites pendant une période précise, ni aux OENS devenues obsolètes suite à un engagement. Deuxièmement, même si le chiffre exact n'est pas connu, il reste néanmoins vrai que la totalité des OENS effectives ne sont pas inscrites à l'ADEM.

Même si les perspectives de l'emploi pour l'an 2000 paraissent favorables, il est clair qu'une forte progression du nombre des employés ne sera pas suffisante pour réduire significativement le nombre des demandes d'emploi non satisfaites inscrites à l'ADEM. Déjà l'année 1999 a montré

que le chômage au Luxembourg ne peut être qualifié de conjoncturel. Une accélération de la rotation des demandeurs d'emploi pourrait réduire pour chaque moment donné le nombre de personnes à la recherche d'un emploi. Pourtant, une telle diminution de la durée moyenne du chômage n'est que difficilement réalisable puisqu'elle rend nécessaire une nette amélioration du processus de placement. Cette tâche paraît difficile lorsqu'on prend en compte le fait que la vitesse de rotation est déjà, si on la compare à celle d'autres pays, élevée et le chômage très bas. En plus, on a vu que l'évolution récente a été celle d'une certaine augmentation de la durée moyenne de chômage. De l'autre côté, combattre la partie structurelle du chômage n'est pas chose facile et des résultats significatifs ne seront guère réalisables dans une période aussi courte qu'une seule année.

Enfin, le fait que la croissance jadis dynamique du nombre des mesures spéciales pour l'emploi a été ramenée pratiquement à zéro en 1999, indique qu'une certaine limite du possible a été atteinte. Il est donc improbable que les mesures puissent jouer un rôle majeur en faveur d'une baisse du nombre des demandeurs d'emploi en 2000.

Par conséquent, s'il faut s'attendre à ce qu'une réduction du nombre des demandeurs d'emploi sera modérée même en présence d'une augmentation continue de l'emploi, une certaine baisse du taux de chômage résulterait plutôt de l'augmentation du dénominateur, c'est-à-dire de l'emploi national que d'une diminution du numérateur (du nombre des chômeurs). Vu que le point de départ est un chômage déjà très bas, une baisse du chômage à un taux autour des 2,8% en moyenne annuelle pour l'an 2000 devra être considérée comme un très bon résultat.

#### 1.2.4 Les relations extérieures

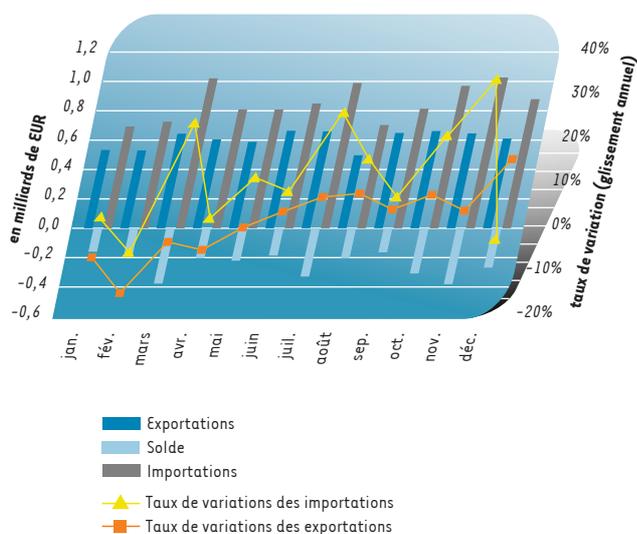
##### Le commerce extérieur

Le solde de la balance commerciale s'est fortement détérioré au cours de l'année 1999 et a atteint avec 3 milliards d'euros le déficit le plus fort jamais enregistré. Cette dégradation résulte d'une plus forte augmentation des importations que des exportations.

En effet, à l'exception du mois de décembre 1999, la progression des importations a de loin dépassé celle des exportations. La fourniture de biens aux pays étrangers a même reculé pendant les premiers mois de l'année 1999 pour reprendre sa progression dès le mois de mai et finalement atteindre une croissance de 1,5% par rapport à l'année 1998. En volume, les exportations ont augmenté de quelque 4,1%, les prix à l'exportations de biens industriels ayant diminué de 2,5%.

Graphique 19

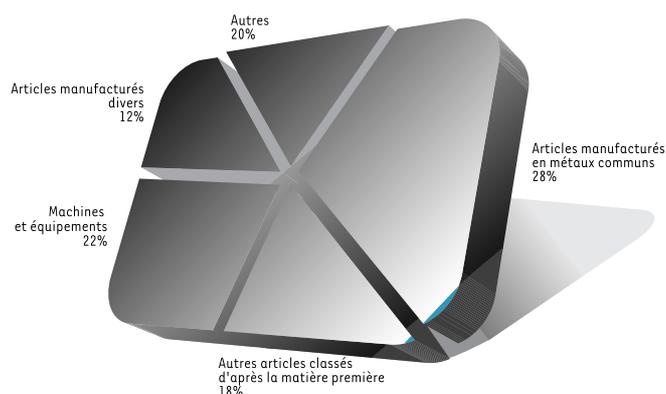
**Commerce extérieur (valeurs)**



Source: STATEC

Graphique 20

**Les exportations en 1999: parts par produits**



Source: STATEC

Les exportations d'articles en métaux communs ont diminué de 3,3% au cours de l'année 1999. Cette baisse a cependant été plus que compensée par la croissance du secteur des machines et équipements qui a atteint 1,58 milliards d'euros en valeur. Le secteur des machines et équipements représente sur la période considérée 21,7% du total des fournitures aux pays étrangers. Le dynamisme retrouvé des exportations depuis mai 1999 dépend avant tout des activités d'importations suivies de réexportations.

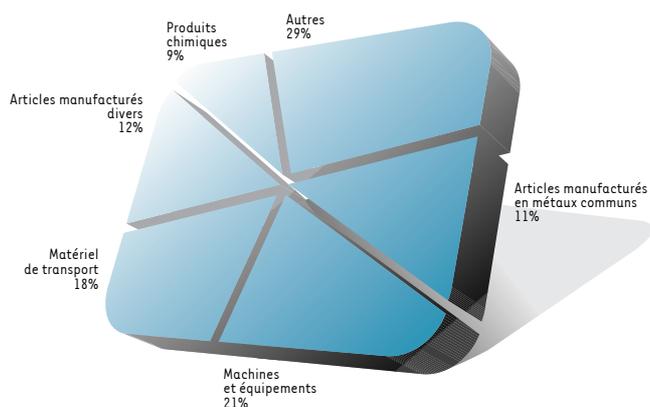
Du côté des importations, l'accroissement se situe aux alentours de 11,9% sur l'année 1999. En volume, les importations ont augmenté de 13,1%. Cette croissance résulte avant tout de l'achat d'avions pour quelque 740 millions d'euros contre seulement 170 millions d'euros en 1998. Ainsi, les importations de matériel de transport ont atteint quelque 1,9 milliards d'euros, soit une progression de 48,1%. Si on fait abstraction des achats d'aéronefs, le taux de croissance des fournitures reçues se serait situé aux alentours de 6,6%.

La hausse de la facture énergétique a également contribué pour quelque 50 millions d'euros au déficit record de la balance commerciale.

Les importations de machines et équipements ainsi que de matériel de transports ont représenté plus d'un tiers du total des importations sur la période considérée.

Graphique 21

## Les importations en 1999: parts par produits



Source: STATEC

L'UE demeure le principal partenaire commercial du Luxembourg. Ainsi, 85% de nos exportations sont réalisées avec les Etats membres de l'UE dont une majorité (58% des exportations totales) avec les trois pays limitrophes.

La progression des exportations était, avec 3,9%, la plus active avec les pays de l'UE. L'Asie était, après la chute des exportations en 1998, un autre marché porteur pour les entreprises luxembourgeoises. Cette région a importé pour 207 millions d'euros de fournitures, soit 17% de plus qu'en 1998, et représentant 2,8% du total de nos exportations. Par contre la pénétration de nos produits sur les marchés des Etats-Unis a rencontré des difficultés et ces exportations ont reculé de 26%. Du côté des importations, la forte croissance avec les pays hors UE procède en grande partie d'achats d'avions.

Les statistiques de la balance commerciale, bien que importantes pour l'analyse économique du pays, ne reflètent qu'une partie de la réalité économique. En effet, la majeure partie du déficit de la balance commerciale est structurelle et provient des importations de biens qui sont utilisés pour produire et notamment exporter des services. La balance des paiements courants donne ainsi une image plus complète de l'activité économique extérieure du Luxembourg.

Tableau 5

## Le commerce extérieur

	1997	Taux de variations	1998	Taux de variations	1999
<b>Exportations totales</b>	6,2	15,7%	7,2	1,5%	7,3
dont UE	5,2	13,9%	6,0	3,9%	6,2
dont hors UE	1,0	25,2%	1,2	-10,5%	1,1
<b>Importations totales</b>	8,4	9,7%	9,2	11,9%	10,3
dont UE	7,5	10,2%	8,2	5,8%	8,7
dont hors UE	0,9	6,3%	1,0	62,9%	1,6
<b>Solde total</b>	-2,2	-7,3%	-2,0	49,3%	-3,0
dont UE	-2,2	1,3%	-2,2	10,8%	-2,5
dont hors UE	0,0	405,5%	0,2	-322,0%	-0,5

Note: additions sur base des chiffres mensuels non arrondies  
Unité: tous les chiffres sont en milliards de EUR ou en pour cent  
Source: STATEC

## La balance des paiements courants

Comme pour les quatre années précédentes, la balance des paiements courants est, avec 1,40 milliards d'euros, largement excédentaire pour la période couvrant les trois premiers trimestres 1999. Néanmoins, ce surplus est au plus bas depuis la première publication d'une balance des paiements courants du Luxembourg en 1995.

Tableau 6

### Les soldes de la balance des paiements courants

	Jan. - Sept. 1998	Jan. - Sept. 1999
	Soldes	Soldes
<b>Opérations courantes</b>	1,655	1,431
Biens	- 1,217	- 1,480
Services	2,078	2,267
Rémunération des salariés	- 1,143	- 1,368
Revenu des investissements <sup>(1)</sup>	2,228	2,369
Transferts courants	- 0,292	- 0,357

Note: tous les chiffres sont en milliards de EUR  
<sup>(1)</sup> Sans bénéfices réinvestis

Source: STATEC

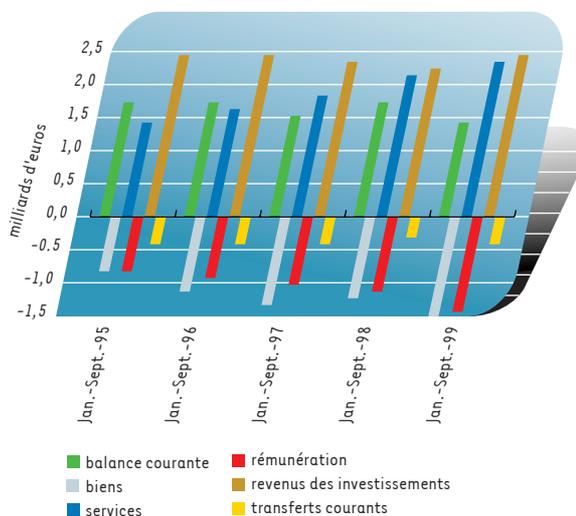
L'évolution de la balance des paiements courants du Luxembourg résulte de l'importance croissante des services dans l'économie luxembourgeoise et du large influx de salariés non résidents. Ainsi, les deux postes contribuant à l'excédent de la balance des paiements courants sont les services et le revenu des investissements. Les deux postes déficitaires sont, par contre, les biens et les rémunérations payés à des salariés non résidents.

Le deuxième responsable de l'effritement du surplus de la balance des paiements courants, à savoir les salaires payés à des frontaliers, est en augmentation constante depuis 1995. Alors que les rémunérations payées par des non-résidents à des résidents luxembourgeois, essentiellement les salariés des institutions européennes, ne progressent que lentement avec des taux de croissance inférieurs à 5%, ceux

payés à des frontaliers augmentent depuis 1997 avec plus de 10%, tous deux en termes de variation par rapport aux neuf premiers mois de l'année 1999. En prenant en considération les chiffres de l'emploi qui indiquent une croissance dynamique du nombre de frontaliers, cette évolution devrait persister pendant les prochaines périodes.

Graphique 22

### La balance des paiements courants du Luxembourg



Source: STATEC

Les opérateurs économiques du secteur des services sont d'une importance vitale pour maintenir le solde excédentaire de la balance des paiements courants du Luxembourg. Ainsi, depuis 1996, le surplus de la composante des services croît de plus de 10% par an. Par rapport aux neuf premiers mois de 1998, le solde du poste des «services» a crû de 9,1% pour atteindre 2,3 milliards d'euros durant la même période en 1999.

A l'intérieur du poste des «services», les services financiers contribuent à eux seuls à 73% du surplus total et à 47% des

exportations totales de services. L'activité de la place financière est donc d'une importance capitale afin de maintenir une balance des paiements courants excédentaire. Par rapport aux neufs premiers mois de l'année 1998, le solde des services financiers a augmenté de 14%. Les développements au niveau des comptes de profits et pertes des établissements de crédit étayent cette croissance. En effet, le résultat sur commissions a augmenté sur la même période de 12,8%.

Les services de communication et de voyages pouvoient également au surplus de la composante des services. Les services de communication enregistrent un taux de croissance de 20%. Le poste des voyages, qui recouvre les biens et services fournis par une économie à des voyageurs, a diminué de 6% par rapport à la période précédente. Les dépenses effectuées par les frontaliers au Luxembourg sont incorporées dans les recettes du poste des voyages. Cette dégradation découle d'une plus forte augmentation des dépenses de voyages des résidents à l'étranger que celles effectuées au Luxembourg.

Les services d'assurances ont reculé au cours de l'année sous revue et représentent encore quelque 100 millions d'euros.

La place financière est de même importante pour générer un surplus au niveau du poste des revenus des investissements. En effet, ce poste recouvre les revenus payés du fait de la détention d'avoirs financiers étrangers. Son évolution dépend donc de manière très large de la marge sur intérêts réalisée par les établissements de crédit. La marge sur intérêts s'est accrue de 4,8% par rapport à fin septembre 1998. Cette croissance est à l'origine de l'augmentation du surplus des revenus des investissements de 6,3%.

### 1.2.5 Les finances publiques

#### L'orientation fondamentale de la politique budgétaire

L'année 1999 fut celle de la présentation du premier programme de stabilité du Grand-Duché de Luxembourg, qui fixe le cadre européen dans lequel s'inscrit la politique budgétaire du gouvernement luxembourgeois. Le programme de stabilité s'insère dans la procédure de surveillance des positions bud-

gétaires des Etats membres de la zone euro ainsi que dans la surveillance et la coordination de leurs politiques économiques. Il tend à démontrer que la politique budgétaire d'un Etat membre assure la marge de sécurité nécessaire pour éviter un déficit excessif, conformément au Pacte de stabilité et de croissance. Il doit par ailleurs faciliter la coordination plus étroite des politiques économiques et être cohérent avec les grandes orientations des politiques économiques.

La politique budgétaire de l'année écoulée portait encore la marque de l'ancien gouvernement entre le Parti Chrétien Social (CSV) et le Parti Ouvrier Socialiste Luxembourgeois (LSAP). Conformément aux principes de la déclaration gouvernementale du 22 juillet 1994, l'ancien gouvernement avait défini annuellement une norme d'augmentation globale des dépenses de l'Etat, calculée sur base de la croissance en volume escomptée à moyen terme du PIB, et de la hausse attendue de la moyenne annuelle des cotes d'application de l'échelle mobile des salaires. L'objectif de la norme budgétaire est de maintenir à un niveau constant la part relative des dépenses budgétaires dans le PIB.

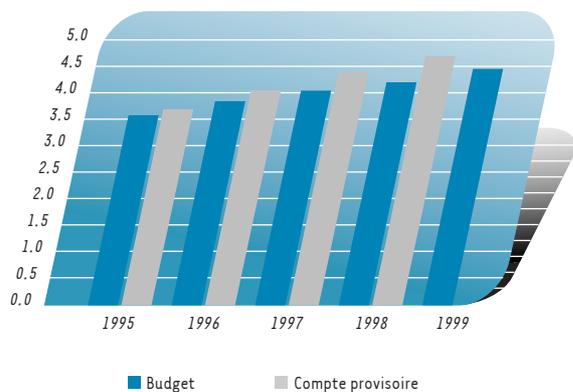
#### Les recettes

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

L'impôt général sur le revenu constitue autour de 47 % 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, d'après les chiffres indiquent une légère croissance. 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 contribuant à peu près 17% aux recettes ordinaires de l'Etat.

Graphique 23

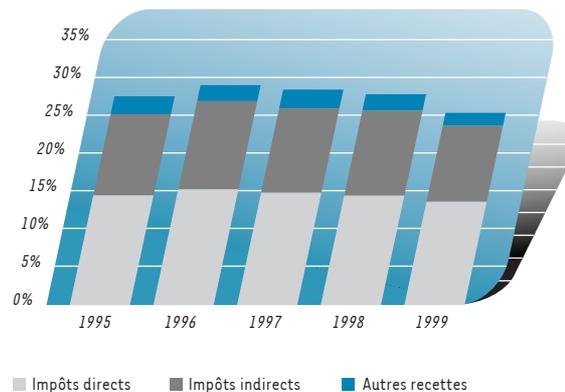
## Evolution des recettes budgétaires totales



Notes: Chiffres en milliards de EUR  
Comptes provisoires pour 1997 et 1998  
Source: IGF

Graphique 24

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



Notes: • les chiffres pour 1997 et 1998 sont provisoires  
• les chiffres pour 1999 sont des estimations  
Sources: Inspection Générale des Finances (IGF) et STATEC

Tableau 7

## Ventilation des recettes de l'Administration centrale par rapport aux recettes ordinaires

	1995	1996	1997	1998 <sup>p</sup>	1999 <sup>e</sup>
Impôts directs	52,59%	52,63%	51,09%	51,89%	51,87%
Impôt général sur le revenu	48,04%	47,65%	46,36%	46,94%	46,59%
Impôt fixé par voie d'assiette	8,19%	7,60%	5,93%	5,78%	5,22%
Impôt sur le revenu des collectivités	16,76%	17,06%	17,90%	19,89%	18,80%
Impôt retenu sur les traitements et salaires	21,62%	21,84%	21,08%	19,89%	20,88%
Impôts indirects	38,89%	40,12%	38,23%	38,00%	41,71%
Part dans les recettes communes de l'U.E.B.L.	11,96%	12,69%	12,65%	11,31%	11,16%
Taxe sur la valeur ajoutée	15,63%	16,62%	14,33%	14,23%	16,95%
Taxe d'abonnement sur les titres des sociétés	4,93%	4,82%	5,07%	5,93%	6,53%
Autres recettes	8,52%	7,24%	10,69%	10,11%	6,41%
Recettes ordinaires totales*	3 690,1	4 068,7	4 514,2	4 609,7	4 747,8
en % du PIB (version SEC 95)	27,65%	29,13%	29,16%	27,93%	27,09%

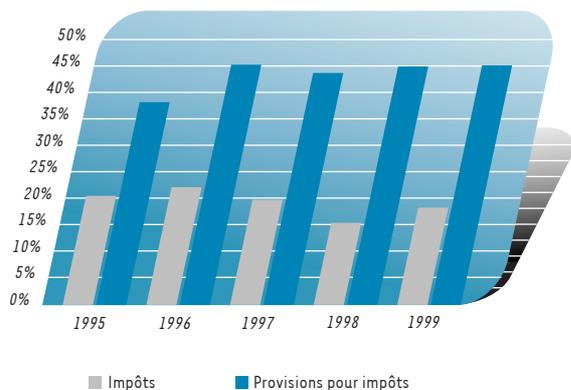
Notes: • p: provisoire  
• e: estimations  
• Les recettes ordinaires totales sont en millions de EUR  
• Les chiffres sont en % des recettes ordinaires totales  
\* en millions de EUR

Sources: IGF et STATEC

L'importance de la branche de l'intermédiation financière pour l'économie luxembourgeoise ressort clairement des contributions des différents secteurs à la croissance en 1999. Les impôts payés par le seul secteur bancaire constituent à peu près 18,4% des recettes ordinaires totales de l'Etat. En tenant compte des impôts sur le revenu des personnes physiques travaillant dans le secteur financier ainsi que de toutes les autres taxes et redevances qui frappent ce secteur, les recettes fiscales en provenance du secteur financier atteignent au moins 25% des recettes ordinaires totales. Ceci permet de conclure que l'abondance des recettes fiscales dépend pour une part importante de la santé du secteur financier.

Graphique 25

**Importance des impôts et provisions pour impôts du secteur bancaire en pourcentage des recettes ordinaires totales**



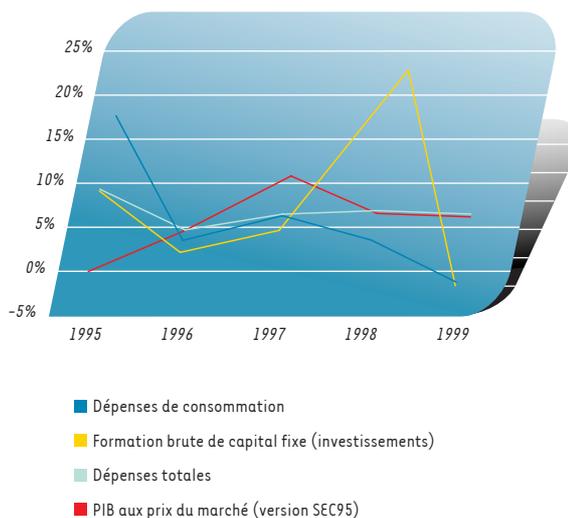
Note: les chiffres pour 1999 sont des estimations  
Sources: BCL; données issues des bilans des établissements de crédit et IGF

**Les dépenses**

Le taux de variation annuel des dépenses de l'Administration centrale indique que son évolution au cours des dernières années 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 26

**Croissance de différentes catégories de dépenses de l'Administration centrale comparée à la croissance du PIB**



Notes: • les chiffres pour 1997 et 1998 sont provisoires  
• les chiffres pour 1999 sont des estimations  
Source: IGF et STATEC

Il ressort du graphique 27, que les dépenses de consommation, constituées notamment de salaires et de charges sociales, ainsi que les investissements ont connu une croissance pour le moins très faible. D'une part, les autorités gouvernementales semblent réussir à contenir les dépenses de consommation. D'autre part, le taux de croissance très faible de la formation brute de capital fixe en 1999 cache le fait que les investissements restent au niveau très élevé des trois dernières années. La croissance des dépenses toutes catégories confondues suit celle du PIB.

Si la part des dépenses de consommation dans le total des dépenses budgétaires va en diminuant et celle des investissements reste à un niveau de presque 10%, ce sont surtout les transferts à l'intérieur du secteur public qui gagnent en importance. Les dépenses de l'Administration centrale les plus importantes sont constituées des dépenses de consommation ainsi que des transferts aux administrations de sécurité sociale. Elles constituent à elles seules presque 50% des dépenses. La rigidité du budget provient du fait qu'une proportion de plus en plus élevée des dépenses

publiques est fixée par ou en vertu de dispositions légales, réglementaires ou conventionnelles (dépenses de rémunération du personnel, transferts à la Sécurité Sociale, autres transferts de revenus et de capitaux, etc.).

Le Luxembourg a satisfait à l'objectif d'un budget du secteur étatique en équilibre ou en surplus ces dernières années. De 1996 à 1998 l'excédent était en moyenne de 3,16% du PIB. Pour 1999, les estimations tablent à nouveau sur un surplus de 2,39% du PIB, grâce surtout à l'excédent de la Sécurité Sociale. Cet excédent trouve son origine dans la croissance de l'emploi et de la masse salariale en général.

Le niveau de la dette publique par rapport au PIB a diminué au cours de l'année 1999 et la capacité d'endettement reste préservée. En effet, le stock de la dette de l'Etat atteint à la fin de 1999 est incompressible, étant donné que toutes les possibilités de remboursement anticipé ont été utilisées en 1999. Les avoirs du fonds pour le service de la dette publique couvrent à raison de plus de 50% le stock de la dette. Une conséquence directe du taux d'endettement le moins élevé de l'Union européenne est le niveau peu élevé des intérêts à payer (moins d'un demi pour cent du PIB entre 1996 et 1999).

Cependant si les surplus générés ces dernières années donnent lieu à une image positive de la situation des finances publiques, force est de constater que la situation du total des réserves accumulées (se chiffrant en fin septembre 1999 pour l'Etat à un total de 78,2 milliards de LUF) ainsi que de la politique d'investissement de cet argent et du rendement afférent reste néanmoins peu transparente.

L'actuelle situation des finances publiques luxembourgeoises doit beaucoup à la bonne santé de l'économie luxembourgeoise qui a connu une croissance supérieure à celle de la moyenne européenne. Cependant, il faut tenir compte des engagements futurs des administrations publiques, dont notamment les engagements de la Sécurité sociale, afin de parvenir à une évaluation adéquate des finances publiques.

Une méthode appropriée pour une telle appréciation qui fait malheureusement défaut au Luxembourg est la comptabilité générationnelle. Elle consiste à évaluer la viabilité des finances publiques du point de vue de la répartition des impôts, des dépenses et de l'ajustement des finances publiques entre groupes d'âge.

Graphique 27

### Structure des dépenses de l'Administration centrale en pourcentage des dépenses totales

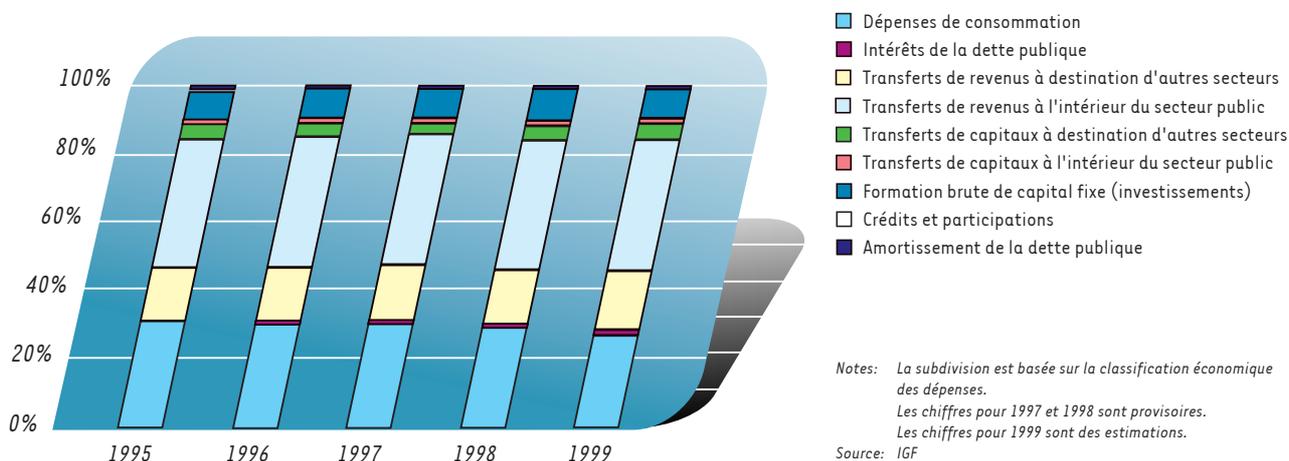


Tableau 8

## Ventilation des dépenses courantes et de capital sur la base de la classification économique des dépenses de l'Etat

	montant en 1999	en % du PIB
<b>Dépenses courantes</b>		
Dépenses de consommation	1 378,05	7,86%
dont: Salaires et charges sociales	1 045,68	5,97%
Intérêts de la dette publique	45,50	0,26%
Transferts de revenus à destination d'autres secteurs	862,12	4,92%
Transferts de revenus à l'intérieur du secteur public	1 950,40	11,13%
dont: Transferts de revenus à l'intérieur de l'administration centrale	11,16	0,06%
dont: Transferts de revenus aux administrations de Sécurité Sociale	1 480,94	8,45%
<b>Dépenses de capital</b>		
Transferts de capitaux à destination d'autres secteurs	253,45	1,45%
Transferts de capitaux à l'intérieur du secteur public	57,08	0,33%
dont: Transferts en capital aux administrations publiques locales	55,76	0,32%
Formation brute de capital fixe (investissements)	453,79	2,59%
Crédits et participations	10,17	0,06%
Amortissement de la dette publique	8,54	0,05%
<b>Dépenses totales</b>	5 019,10	28,64%
<b>PIB aux prix du marché (version SEC)</b>	17 526,33	

Note: Les chiffres sont exprimés en millions de EUR.  
Source: IGF et STATEC

Tableau 9

## Déficit budgétaire et dette de l'Administration publique

Critères de stabilité (en % du PIB)	1996 Définitif	1997 Définitif	1998 Provisoire	1999 Estimation
<i>Besoin (-) / capacité (+) de financement</i>				
Administration publique	2,68%	3,57%	3,25%	2,39%
– Administration centrale	1,02%	2,13%	1,40%	0,94%
– Administrations communales	0,66%	0,46%	0,35%	0,07%
Sécurité Sociale	1,00%	0,98%	1,50%	1,38%
Administration publique				
Encours de la dette brute consolidée à valeur nominale à la fin de l'année	6,15%	6,01%	6,43%	6,16%
Formation brute de capital fixe	4,70%	4,24%	4,58%	4,94%
Intérêts	0,35%	0,34%	0,37%	0,37%

Source: IGF



## 2 Le secteur financier luxembourgeois

### 2.1 Les institutions financières monétaires

Le secteur des institutions financières monétaires a connu un développement favorable au cours de l'année 1999. Se composant de 210 établissements de crédit et de 439 organismes de placement collectif monétaires au 31 décembre 1999, ce secteur fait état d'une évolution de 20 unités au cours de l'année sous revue.

Au cours de l'année 1999, la somme de bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises (hors Banque centrale) a également nettement progressé pour se situer à 648,9 milliards d'euros au 31 décembre 1999, soit une hausse de 12,3% par rapport au 31 décembre 1998. Ainsi, au 31 octobre 1999, les institutions financières monétaires luxembourgeoises représentaient 4,2% de la somme de bilan agrégé des institutions financières monétaires de la zone euro.

### 2.2 Les établissements de crédit

Le processus de concentration dans le secteur bancaire s'est encore poursuivi au cours de l'année 1999. Ce mouvement est général au niveau européen voire mondial depuis quelques années. Les fusions et acquisitions représentent une concentration de forces devant aboutir à des rendements d'échelle tant au niveau des investissements dans la technologie de communication et d'information que des investissements en ressources humaines. La place financière luxembourgeoise ne reste pas à l'écart de ce processus de concentration bancaire qui est amplifié depuis l'introduction de la monnaie unique. D'autres facteurs tels que le développement de nouveaux canaux de distribution, une concurrence accrue d'établissements non bancaires, la déréglementation ou encore une clientèle de plus en plus exigeante en matière de produits financiers, contribuent également à obliger les banques à renforcer leurs positions dans leurs marchés domestiques mais aussi étrangers en recourant à des fusions et acquisitions leur permettant d'augmenter leurs parts de marché et de diminuer leurs coûts. Ainsi, les années 1998 et 1999 ont vu bon nombre de fusions de banques luxembourgeoises, principalement

engendrées par le rapprochement opéré entre les maisons mères respectives.

Le secteur bancaire luxembourgeois, à l'instar de l'économie luxembourgeoise tout au long du XX<sup>e</sup> siècle, se caractérise par la grande flexibilité. Ces développements, bien qu'orientés fortement sur le «private banking», se concentrent cependant également autour de produits nouveaux tels que les «lettres de gage».

Ainsi, la fin de l'année 1999 a vu l'établissement des trois premières banques établies sous la loi du 21 novembre 1997 relative aux banques d'émission de lettres de gage. Alors que les titres fonciers constituent un instrument de refinancement qui connaît déjà un important succès dans certains pays européens et plus particulièrement en Allemagne, la loi du 21 novembre 1997 précitée, devrait permettre aux établissements de crédit luxembourgeois de participer au développement de ce nouveau marché. Notons que le marché des titres fonciers en Allemagne excède déjà les 1 000 milliards d'euros ce qui représente quelque 20% de la dette à long terme de la zone euro.

A côté de ces développements, une attention particulière est également à attacher au développement des technologies nouvelles en matière de communication et du commerce électronique en particulier. L'utilisation de plus en plus fréquente des ordinateurs personnels et les communications via Internet devraient permettre aux établissements de crédit luxembourgeois d'approcher leur clientèle étrangère de manière rapide tout en offrant des informations très détaillées sur les produits commercialisés. Cette informatisation croissante devrait également permettre aux établissements de crédit d'améliorer leurs gains de productivité au fur et à mesure que les canaux de distribution classiques sont remplacés par l'«electronic banking» qui fait son entrée auprès des établissements de crédit luxembourgeois.

#### 2.2.1 L'évolution en nombre

Au 31 décembre 1999, le nombre des établissements de crédit implantés au Luxembourg s'élève à 210 unités; il s'agit de

142 établissements de crédit de droit luxembourgeois et de 68 établissements de crédit relevant du droit d'un autre Etat.

l'année laissent à nouveau entrevoir une reprise du dynamisme qui avait marqué les années 1997 et 1998.

Tableau 10

**Evolution du nombre des établissements de crédit**

En fin de période	1990	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Etablissements de crédit implantés au Luxembourg</b>	176	220	221	215	209	210
1. Etablissements de crédit de droit public luxembourgeois	2	2	2	2	2	2
2. Sociétés anonymes de droit luxembourgeois	143	148	148	143	137	138
3. Sociétés coopératives	1	2	2	2	2	2
4. Succursales de banques originaires non CE	9	8	8	7	7	8
5. Succursales de banques originaires CE	21	60	61	61	61	60

Source: Base de données commune BCL-CSSF

Les établissements de crédit de droit luxembourgeois ont établi 12 succursales à l'étranger; 7 succursales sont établies dans un autre Etat membre de l'Union européenne alors que 5 sont établies hors de l'Union européenne.

En ce qui concerne la provenance géographique, sur les 210 établissements de crédit établis au Luxembourg à la fin de 1999, les banques originaires d'Allemagne demeurent le groupe le plus important (65 unités), suivies de banques belges / luxembourgeoises (27), italiennes (23), françaises (18), suisses (13), scandinaves (11), japonaises (9), américaines (7), et celles de quatorze autres pays (37).

**2.2.2 L'évolution de la somme des bilans**

Le rythme de croissance de la somme des bilans des banques, fort mouvementé au cours de l'année 1999, révèle, pour certains mois, des taux de croissance annuels de l'ordre de 3 à 4% alors que pour d'autres mois ces mêmes taux de croissance annuels ne sont que de l'ordre de 1%. Les sept premiers mois de l'année se caractérisent par des taux de croissance annuels très faibles, les derniers mois de

Cette croissance modérée, observée en début d'année, est le signe d'une consolidation après les crises asiatique et russe en 1998 et la crise brésilienne au début de l'année 1999. Ces turbulences ont assurément incité les banquiers à montrer davantage de prudence dans le développement des activités bilantaires durant les premiers mois de 1999. La reprise de l'activité économique dans la zone euro au cours de la seconde moitié de l'année 1999 a accéléré la demande de crédits au sein de la zone euro et incité les banquiers à développer leurs activités dans le domaine des titres et des activités de crédit à la clientèle.

Au 31 décembre 1999, le total des actifs des banques établies au Luxembourg s'élève à 598 459 millions d'euros, contre 540 887 millions d'euros au 31 décembre 1998, ce qui représente une hausse de 10,6%. Ce taux de croissance élevé doit cependant être vu à la lumière d'une réduction très prononcée de la somme des bilans au cours du mois de décembre 1998. Ainsi, le niveau de la somme des bilans atteint fin novembre 1998 a fortement chuté en décembre 1998 et est resté à un niveau inférieur jusque fin août 1999.

### 2.2.3 Evolution de la structure du bilan agrégé

La structure du bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois a été marquée par une certaine stabilité au cours des dernières années; face à la baisse des placements interbancaires et la hausse des portefeuilles titres et effets à l'actif, la structure du bilan agrégé a fait apparaître au passif un déclin du refinancement auprès de la clientèle accompagné d'un accroissement du refinancement interbancaire. Ces tendances majeures de l'évolution de la structure du bilan agrégé des banques, observées au cours des dernières années se sont également poursuivies au cours de l'année 1999 qui a cependant été caractérisée par une reprise importante des créances sur la clientèle non bancaire.

Le maintien des conditions de financement favorables, caractérisées par des taux d'intérêt situés à des niveaux historiquement bas, a favorablement influencé le développement des créances sur la clientèle au cours de l'année 1999. Pour les ménages, ce développement est confirmé par l'évolution considérable de la demande pour des crédits immobiliers destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg. Avec une moyenne trimestrielle de 551 millions d'euros, cette demande a atteint des volumes largement supérieurs à ceux observés au cours des dernières années et pourrait même en fin d'année dépasser les 2 200 millions d'euros. Cette augmentation importante trouve certainement son origine dans une conjugaison de taux d'intérêt pour prêts immobiliers historiquement bas et de loyers de plus en plus élevés au Luxembourg. Ce jeu de circonstances combiné à une législation fiscale favorisant la construction de logements au Luxembourg (remboursement de la TVA) n'a pas manqué d'inciter les particuliers à accroître la demande de prêts immobiliers afin d'investir dans les logements soit dans le but d'y habiter soit dans le but d'investir leurs fonds pour obtenir un rendement plus attractif que celui offert par des formes d'épargne classiques. La persistance des taux d'intérêt à un niveau très bas s'est combinée en cours d'année à une baisse continue de la valeur externe de l'euro qui a permis de promouvoir les exportations de produits d'entreprises situées dans la zone euro. Cette légère reprise de l'activité économique dans la zone euro et les prévisions optimistes faisant état d'un rythme de croissance soutenu

en 2000 ont incité les entreprises à accroître leur demande de crédit afin de procéder à des investissements destinés à l'amélioration des outils de production.

Au cours de l'année 1999, les créances sur la clientèle, qui ont connu une hausse de 19,4% depuis le 31 décembre 1998, se situent à 117 233 millions d'euros au 31 décembre 1999 et représentent désormais 19,6% de la somme de bilan agrégée. Cette progression est très réjouissante lorsque l'on prend en considération le développement important des emprunts obligataires par les grandes entreprises européennes en vue d'assurer leur refinancement. Le recours à l'émission de titres de créance par les entreprises commerciales se fait évidemment au détriment des crédits bancaires classiques et partant au détriment du développement des créances sur la clientèle non bancaire. Dans le contexte de ces développements l'année 1999 a montré que l'activité de banque commerciale garde encore une importance certaine sur la place financière malgré un environnement concurrentiel de plus en plus difficile.

Les placements interbancaires ont mis à jour un comportement mitigé au cours de l'année 1999; face à un mouvement de baisse important au cours des premiers mois de l'année une reprise considérable s'est amorcée dès le mois d'août 1999. L'évolution positive en termes bruts des créances sur les établissements de crédit qui ont progressé de 0,8% depuis le 31 décembre 1998 ne peut cependant pas cacher l'évolution défavorable de ce poste dans la structure du bilan agrégé tout au long de l'année en cours. Les créances sur les établissements de crédit, dont le poids relatif dans la somme des bilans était de l'ordre de 53,1% en 1998, ont perdu de leur importance et ne représentent désormais plus que 48,4% du bilan agrégé des établissements de crédit. Au 31 décembre 1999, les placements interbancaires se situent à 289 442 millions contre 287 079 millions d'euros au 31 décembre 1998, soit une baisse de 4,7% de leur importance relative dans la somme des bilans.

Alors que les taux d'intérêt bas ont certainement conditionné la diminution des placements interbancaires, peu attractifs en termes de rendement, ils ont par la même occasion stimulé l'investissement dans les portefeuilles-titres et

effets. La constitution de portefeuilles-titres et effets de première qualité a de surcroît été facilitée par l'introduction de l'euro qui a été utilisé comme devise d'émission par plus de 42% des obligations admises à la cote officielle de la

L'investissement net en capital dans les OPC luxembourgeois était de 140,1 milliards d'euros au cours de l'année 1999 ce qui a certainement eu un impact majeur dans le retrait des fonds déposés auprès des banques. La hausse des taux d'in-

Tableau 11

**Evolution de la structure des postes clés des bilans des établissements de crédit**

en % de la somme des bilans

En fin de période	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Actif</b>						
Avoirs en banque	60,1	58,3	55,7	54,4	53,1	48,4
Débiteurs	18,4	18,9	18,5	18,7	18,2	19,6
Portefeuille-titres et effets	17,4	18,9	21,9	22,5	23,9	25,5
<b>Passif</b>						
Engagements envers les banques	45,2	46,9	46,1	46,6	47,5	49,4
Créanciers	42,4	39,3	39,4	37,6	35,4	32,4
Bons de caisse et obligations	3,6	4,9	6,0	6,9	7,5	8,2

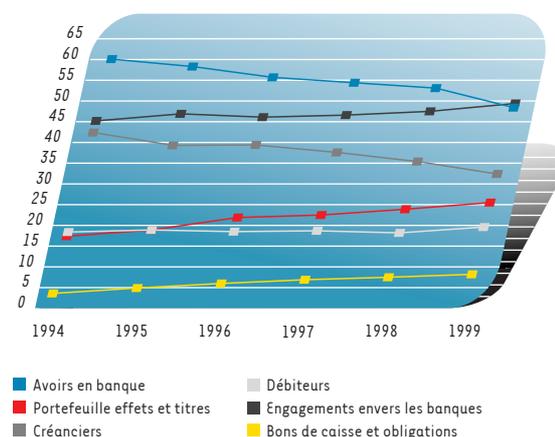
Source: Base de données commune BCL-CSSF

Bourse de Luxembourg. Ainsi, de même qu'au cours des trois années précédentes, les portefeuilles-titres et effets ont gagné de l'importance dans la structure du bilan agrégé au détriment des placements interbancaires. Les portefeuilles-titres et effets ont en effet progressé de 23 736 millions d'euros, soit une croissance de 18,4%, portant leur part relative dans la somme des bilans à 25,5% par rapport à 23,8% au 31 décembre 1998.

La baisse du refinancement auprès de la clientèle privée qui avait connu une brève période de stabilisation en 1996, s'est poursuivie avec un dynamisme accru en 1999. Le renouveau de cette tendance peut s'expliquer par des taux d'intérêt sur les produits d'épargne classiques à un niveau bas qui a encore été accentué par la décision du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne de baisser ses taux directeurs au mois de mai. La baisse des dépôts de la clientèle qui n'ont cessé d'évoluer de manière défavorable tout au long de l'exercice en cours doit cependant être vue en parallèle avec le développement considérable des organismes de placement collectif luxembourgeois dont la valeur nette d'inventaire était de 734,5 milliards d'euros au 31 décembre 1999.

Graphique 28

**Evolution de la structure des postes clés des bilans des établissements de crédit**



Source: Base de données commune BCL-CSSF

térêt décidée par le Conseil des gouverneurs de la BCE au début du mois de novembre 1999 et le léger redressement des taux d'intérêt sur les produits d'épargne classiques ne permettra certainement pas de renverser la tendance consistant dans la recherche de formes d'épargne alternatives. D'une part, les taux d'intérêt offerts sur les produits d'épargne classiques restent largement inférieurs aux taux de rendements qu'affichent certains organismes de placement collectif luxembourgeois qui peuvent ainsi continuer à concurrencer les établissements de crédit dans la collecte de fonds auprès des particuliers. D'autre part, la clientèle plus aisée, incitée par le remboursement partiel de la TVA et des taux débiteurs faibles sur les prêts immobiliers, investit une partie de ses avoirs dans la création de logements qui promettent des rendements attractifs en raison des loyers élevés au Luxembourg.

Les dépôts des particuliers ont augmenté de 2 353 millions d'euros entre le 31 décembre 1998 et le 31 décembre 1999 pour s'élever à 193 825 millions d'euros, leur part relative dans la somme des bilans diminue à 32,4% par rapport à 35,4% au 31 décembre 1998.

Le refinancement interbancaire, qui a progressé de 39 109 millions d'euros en termes bruts, soit 15,2%, par rapport au 31 décembre 1998, a accru la part relative de la somme des bilans des banques luxembourgeoises de 1,9%.

Dans la structure des passifs la part relative des bons de caisse et obligations a encore gagné en importance en 1999. En termes bruts les bons de caisse et obligations ont progressé de 8 097 millions d'euros soit 19,9% pour s'élever à 48 879 millions d'euros au 31 décembre 1999.

#### **2.2.4 L'utilisation de divers instruments financiers dérivés**

Le marché des instruments financiers dérivés sur la place financière de Luxembourg, qui s'était quelque peu essoufflé en 1998, a fait preuve d'une consolidation en 1999. Les chiffres relatifs au stock global des contrats que les banques, à l'exclusion des succursales de banques originaires des pays de l'Union européenne, tiennent au

31 décembre 1999, affichent une hausse de 12,5% sur l'année écoulée. Le volume total des instruments a atteint un montant total de 457 738 millions d'euros au 31 décembre 1999 contre 406 810 millions d'euros à la clôture de l'année précédente. En relation avec la somme de bilan des banques de droit luxembourgeois et des succursales de banques originaires de pays non membres de l'Union européenne (492 811 millions d'euros), l'activité sur les marchés dérivés représente 93,9% contre 93,9% et 94% pour les deux exercices antérieurs.

Les swaps de taux d'intérêt restent de loin le poste le plus important avec un montant notionnel total de 386 013 millions d'euros, soit une augmentation de 16,8% par rapport au volume total de 330 413 millions d'euros au 31 décembre 1998. Bien que le montant notionnel des contrats «futures» soit largement inférieur à celui des swaps de taux d'intérêt, les contrats «futures» affichent une croissance de 13,7% depuis le 31 décembre 1998 pour se situer à 12 339 millions d'euros au 31 décembre 1999.

La progression observée depuis le début de la décennie sur les contrats de gré à gré n'a pas pu se confirmer en 1999 en ce qui concerne les «futures» ou «future rate agreements». L'activité sur le marché de gré à gré des «futures» ou «future rate agreements» a en effet été diminuée en volume de 7 202 millions d'euros, soit une baisse de 19,6%, par comparaison avec la fin de l'année 1998. En ce qui concerne les options, le marché organisé a progressé à un rythme de croissance soutenu. Les opérations de gré à gré ont diminué de 34,0% pour se situer à 12 625 millions d'euros au 31 décembre 1999, alors que les opérations sur les marchés organisés ont progressé de 8 646 millions d'euros pour se situer à 15 007 millions d'euros. D'une manière générale l'activité sur les contrats de gré à gré a progressé de 10,8% pour se situer à 428 097 millions d'euros au 31 décembre 1999.

L'activité des banques luxembourgeoises sur les marchés organisés des produits dérivés, bien qu'en progression de 43,9% par rapport au 31 décembre 1998, reste encore très faible avec un total de 29 641 millions d'euros au 31 décembre 1999. Les contrats «futures» qui avaient connu une baisse de 22,1% en 1998, témoignent d'une hausse de 13,7% soit 1 490 millions d'euros. Alors que les «future rate agreements» ont connu une baisse de 20,7%

soit 8 296 millions d'euros en 1999, les «options» sur les marchés organisés ont nettement pris de l'importance avec une hausse de 135,9% soit 8 646 millions d'euros.

L'activité globale de tous les établissements de crédits établis sur la place financière du Luxembourg (y compris les succursales originaires d'un pays de l'Union européenne) au niveau des opérations de change et de produits dérivés s'établit à 691 958 millions d'euros contre 686 021 millions l'année précédente représentant ainsi 1,16 fois la somme de bilan agrégée au 31 décembre 1999. Ce ratio était de 1,27 fin 1998.

Le volume global relatif à l'année 1999 peut être détaillé comme suit: opérations liées aux taux de change, 216 265 millions d'euros; opérations liées aux taux d'intérêt, 452 206 millions d'euros; opérations liées à d'autres cours du marché 23 487 millions d'euros.

## 2.2.5 L'évolution des comptes de profits et pertes

A la suite des crises économiques ayant particulièrement marqué l'automne de l'année 1998, l'économie mondiale s'est fortement rétablie au courant de 1999. Les établissements de crédit luxembourgeois ont su profiter de cette accalmie sur les marchés financiers internationaux afin de consolider leurs activités dans l'environnement concurrentiel accru que constitue la zone euro. En dépit d'opportunités moindres sur les marchés boursiers internationaux, le secteur financier luxembourgeois a réalisé des résultats proches de ceux réalisés en 1998. Cette évolution favorable a cependant également été générée par des besoins de provisionnement moindres en raison de l'absence de crises financières majeures en 1999 et des mesures de modération fiscale déjà observées en 1998.

Tableau 12

### Evolution de l'utilisation de divers instruments financiers dérivés par établissement de crédit<sup>1) 2)</sup>

En fin de période	1997		1998		1999	
	millions de EUR	en % de la somme des bilans	millions de EUR	en % de la somme des bilans	millions de EUR	en % de la somme des bilans
1. Interest rate swaps <sup>4)</sup>	291 043	75,8	330 413	76,2	386 013	78,3
2. Future ou forward rate agreements	39 002	10,2	40 050	9,2	31 754	6,4
dont: over the counter	35 363	9,2	36 661	8,5	29 459	6,0
dont: marché organisé	3 639	0,9	3 389	0,8	2 295	0,5
3. Futures (devises, intérêts, autres cours)	13 932	3,6	10 849	2,5	12 339	2,5
4. Options (devises, intérêts, autres cours)	16 864	4,4	25 498	5,9	27 632	5,6
dont: over the counter	15 233	4,0	19 137	4,4	12 625	2,6
dont: marché organisé	1 631	0,4	6 361	1,5	15 007	3,0
5. Total	360 841	94,0	406 810	93,9	457 738	92,9
6. Somme de bilan agrégée	383 839		433 444		492 811	

<sup>1)</sup> A l'exclusion des succursales des établissements de crédit originaires d'un pays membre de l'Union européenne

<sup>2)</sup> Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations

<sup>3)</sup> Les données se rapportant aux années 1997 et 1998 ont été converties en euros sur base du taux de conversion de EUR=40,3399 LUF

<sup>4)</sup> Y inclus les cross currency interest rate swaps

Source: Base de données commune BCL-CSSF

La somme de bilan moyenne des établissements de crédit luxembourgeois affiche une croissance relativement modeste de 3,2%. Bien que la somme de bilan moyenne de l'année 1999, qui se chiffre à 567 408 millions d'euros soit supérieure à celle observée au cours de l'année 1998, ce développement des activités ne permet pas aux établissements de crédit luxembourgeois de la répercuter pleinement au niveau du compte de profits et pertes. La raison majeure de ce phénomène est le niveau de taux d'intérêt très bas en début d'année qui a été sujet à une baisse additionnelle au mois d'avril pour finalement se redresser quelque peu vers le mois de novembre.

Les résultats dégagés en 1999 rompent quelque peu avec la tendance observée depuis le début de la décennie, caractérisée par des taux de croissance annuels parfois considérables. A l'instar des années 1995 et 1996, une stabilisation des résultats atteints par les établissements de crédit luxembourgeois semble ainsi également se dégager pour les années 1998 et 1999.

Ainsi le résultat brut, qui représente l'ensemble des revenus des banques, a connu une baisse de 6,1% entre le 31 décembre 1998 et 1999. Les frais généraux (frais de personnel et d'exploitation), quant à eux, présentent une croissance importante de 11,1% qui, pour une large part,

trouve sa justification dans les recrutements importants effectués au cours de l'année 1999. Ainsi, le bénéfice brut avant provisions est en baisse de 16,7% au cours de l'année 1999.

Un tel ralentissement des résultats bruts avant provisions n'est cependant pas alarmant si l'on prend en considération l'impact des revenus non récurrents résultant de plus-values considérables réalisées par quelques établissements de crédit au cours de l'année précédente. Une analyse appropriée du compte de profits et pertes au 31 décembre 1999 ainsi que de l'évolution des résultats atteints par les banques luxembourgeoises au cours des deux dernières années, ne peut pas être effectuée sans procéder à la neutralisation des revenus sur divers exceptionnellement élevés et non récurrents observés en 1998. Compte tenu de cette neutralisation, les résultats bruts dégagés par les établissements de crédit luxembourgeois au 31 décembre 1999 se situent à un niveau similaire, voire supérieur, à celui observé à la même date de l'année précédente.

Lorsque le léger repli du résultat brut de 6,1% fait place à un examen plus approfondi des différentes composantes du résultat brut, une forte croissance de 5,7% de la marge sur intérêt, accompagnée d'un recul de 15,7% des revenus hors intérêts apparaît.

Tableau 13

Evolution globale des comptes de profits et pertes des établissements de crédit<sup>1) 2) 3)</sup>

(en millions de EUR)

Rubrique des débits et des crédits	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1 Intérêts et dividendes perçus	28 999	33 556	30 986	33 935	38 436	36 650
2 Intérêts bonifiés	25 902	30 409	27 809	30 775	35 299	33 333
3 Marge sur intérêts	3 098	3 148	3 177	3 160	3 137	3 317
Revenus nets:	0					
4 sur réalisation de titres	121	255	326	668	470	191
5 sur commissions	1 087	1 145	1 356	1 707	2 014	2 365
6 sur opérations de change	179	203	252	267	364	298
7 sur divers	145	57	36	-63	1 017	401
8 Revenus nets (4+5+6+7)	1 533	1 659	1 970	2 579	3 864	3 255
9 Résultat brut (3+8)	4 630	4 807	5 146	5 739	7 001	6 572
10 Frais de personnel	1 103	1 150	1 205	1 265	1 321	1 467
11 Frais d'exploitation	683	763	828	918	1 073	1 193
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 786	1 913	2 033	2 184	2 394	2 660
13 Impôts divers, taxes et redevances	122	123	130	77	85	92
14 Amortissements sur immobilisé non financier	174	201	231	257	273	283
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	2 548	2 570	2 753	3 222	4 249	3 537
16 Provisions et amortissements sur disponible, réalisable, et immobilisé financier	1 526	880	717	1 284	1 854	1 165
17 Extourne de provisions	1 177	583	586	747	808	600
18 Constitution nette de provisions	349	297	131	537	1 046	565
19 Résultats après provisions (15-18)	2 200	2 273	2 622	2 685	3 203	2 972
20 Impôts sur le revenu et le bénéfice	650	761	907	903	722	882
21 Résultat net (19-20)	1 549	1 512	1 715	1 782	2 482	2 090

Rubrique des débits et des crédits	1994	1995	1996	1997	1998	1999
en % de la somme moyenne des bilans						
A Frais généraux (lignes 9 à 12)	0,50	0,48	0,51	0,50	0,50	0,53
B Résultats avant provisions	0,61	0,55	0,59	0,64	0,77	0,62
C Provisions et amortissements	0,08	0,06	0,03	0,11	0,19	0,10
D Résultats après provisions	0,53	0,49	0,56	0,53	0,58	0,52

<sup>1)</sup> Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.<sup>2)</sup> Les données se rapportant aux années 1997 et 1998 ont été converties en euros sur base du taux de conversion de EUR=40,3399 LUF.<sup>3)</sup> Données provisoires pour l'année 1999.

Source: Base de données commune BCL-CSSF

La baisse en termes bruts des intérêts perçus et bonifiés en glissement annuel, déjà observée au cours des trois premiers trimestres de l'année 1999, s'est maintenue également au cours du quatrième trimestre de l'année en cours. Malgré une somme de bilan moyenne supérieure à celle observée au cours de l'année précédente, les comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois, arrêtés au 31 décembre 1999, témoignent d'une baisse des intérêts respectivement perçus et bonifiés. Cette évolution qui trouve son explication dans une baisse continue des taux d'intérêt sur les marchés, présente néanmoins une caractéristique réjouissante pour les établissements de crédit luxembourgeois. Dans la mesure où les établissements de crédit veillent à investir les fonds recueillis à plus long terme, ils ont su profiter rapidement de la baisse des taux d'intérêt sur leurs passifs afin de se refinancer à des conditions plus avantageuses alors que les ajustements des taux d'intérêt sur leurs actifs n'ont été ajustés qu'avec un certain délai. Ainsi, la tendance, entamée depuis le début de l'année 1998, qui consistait dans un accroissement plus rapide des intérêts bonifiés par rapport aux intérêts perçus s'est par conséquent retournée au cours de l'année 1999. La conjugaison d'une baisse de 5,6% des intérêts bonifiés et d'une baisse de 4,6% seulement des intérêts perçus a permis à la marge sur intérêts de s'accroître de 5,7% par rapport au 31 décembre 1998.

En raison de l'importance exceptionnelle des revenus nets sur divers au cours de l'année 1998, la marge sur intérêts ne représentait, en moyenne, plus que 44,8% du résultat brut. Au cours de l'année 1999, le poids relatif de la marge sur intérêts est revenu au niveau plus normal; bien que l'importance relative du résultat sur intérêts soit en décroissance depuis quelques années, son niveau s'est néanmoins rétabli autour de 50,5% au cours des trois premiers trimestres de l'année en cours. Cette tendance à la baisse est le fruit du développement des activités nouvelles telles que la banque privée ou la gestion administrative des fonds d'investissements qui ont pris une importance certaine sur la place financière et qui sont générateurs de commissions.

Les autres éléments constitutifs du résultat brut diminuent de 15,7%, taux qui est cependant largement influencé par

l'effet de base en 1998 (des revenus singulièrement élevés en 1998). La neutralisation de l'impact des revenus sur divers, obtenue en posant l'hypothèse d'un revenu sur divers identique au 31 décembre 1998 et 1999, engendre une quasi stabilité des revenus nets hors intérêts entre les deux dates de référence. Ce raisonnement permet de mettre en évidence que les établissements de crédit luxembourgeois ont généré en 1999 des revenus supérieurs à ceux observés en 1998 mais que cette bonne performance est atténuée par le seul impact du retour à la normale des revenus sur divers.

En ce qui concerne plus particulièrement les différentes composantes des résultats hors intérêts, on remarquera une baisse notable des revenus sur la réalisation de titres. Le résultat net sur titres est de 59,3% inférieur à celui observé à la même date de l'année précédente. Cette chute peut s'expliquer par un encadrement plus restrictif des opérations de trading suite aux crises financières de l'année 1998 ainsi qu'une hausse des taux sur les principaux marchés obligataires. En raison de cette baisse importante entre les deux dates de référence, les revenus nets sur titres comptaient en 1999 pour 2,9% du résultat brut alors qu'en 1998 elles comptaient encore pour 6,7% du résultat brut.

Le résultat sur commissions quant à lui continue à constituer la principale source de revenus hors intérêts avec un taux de croissance légèrement inférieur à celui observé au cours de l'année 1998. Ce taux de croissance annuel est de 17,4% au 31 décembre 1999, alors qu'en date du 31 décembre 1998 il était de 17,9% en glissement annuel. Toutefois, en raison de la diminution du résultat sur divers, le solde sur commissions gagne en importance relative dans le total du résultat et représente désormais 36,0% de ce dernier. La montée en importance des résultats sur commissions est symptomatique de la tendance en faveur d'un financement direct de l'économie. Les banques ont su tirer profit de cette tendance en intervenant de plus en plus comme auxiliaires financiers, que ce soit dans la gestion d'actifs ou encore la gestion administrative de fonds communs de placement. Bien que le résultat sur opérations de change évolue d'une manière négative, avec une baisse de 18,2% en glissement annuel, le niveau atteint au 31 décembre 1999 est satisfaisant compte tenu de l'intro-

duction de la monnaie unique. Cette évolution est de nature à démontrer que les banques luxembourgeoises n'ont pas trop souffert de la réduction des opportunités dans le domaine des opérations de change. De plus, cette diminution du résultat sur opérations de change s'explique également par le cours en baisse de l'euro face au dollar américain notamment au cours du dernier trimestre de l'année écoulée.

Finalement, on notera particulièrement la réduction importante des résultats sur divers. Dans ce contexte, il y a lieu de rappeler les remarques antérieures en ce sens indiquant que l'année 1998 était caractérisée par des résultats sur divers exceptionnels dus à la réalisation de plus-values importantes sur des titres de participation.

### Frais

Au 31 décembre 1999, les frais de personnel montrent un accroissement de 11,0% en glissement annuel. Cette évolution est le résultat combiné de la croissance considérable de l'emploi dans le secteur bancaire et de l'augmentation des coûts salariaux. La croissance des effectifs employés compte pour deux tiers dans la hausse des frais de personnel, le reste est imputable à des augmentations salariales prévues par la nouvelle convention collective du secteur bancaire et à l'ajustement automatique des salaires à l'augmentation de l'indice des prix à la consommation.

L'augmentation des frais d'exploitation est à mettre en relation avec des investissements informatiques en particulier

Tableau 14

### Composantes et affectations des résultats bruts des établissements de crédit<sup>1) 2)</sup>

en % du total des résultats bruts

Rubrique des débits et des crédits	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>I Composantes des résultats bruts</b>						
Marge sur intérêts	66,9	65,5	61,7	55,1	44,8	50,5
Résultats sur opérations de change	3,9	4,2	4,9	4,7	5,2	4,5
Autres résultats	29,2	30,3	33,4	40,3	50,0	45,0
dont: sur réalisation de titres	2,6	5,3	6,3	11,6	6,7	2,9
sur commissions	23,5	23,8	26,3	29,7	28,8	36,0
sur divers	3,1	1,2	0,7	-1,1	14,5	6,1
<b>II Affectations des résultats bruts</b>						
Frais généraux	45,0	46,5	46,5	43,9	39,3	46,2
Constitution nette de provisions	7,5	6,2	2,6	9,4	14,9	8,6
Impôts sur les revenus et les bénéfices	14,0	15,8	17,6	15,7	10,3	13,4
Résultats nets	33,5	31,4	33,3	31,0	35,5	31,8

<sup>1)</sup> Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

<sup>2)</sup> Données provisoires pour l'année 1999.

Source: Base de données commune BCL-CSSF

en rapport avec l'an 2000 et avec des équipements supplémentaires, indispensables en raison de l'accroissement de l'effectif.

#### **Provisions et corrections de valeur**

L'absence de turbulences sur les marchés financiers internationaux se fait également sentir au niveau de la constitution de corrections de valeur et de provisions par les établissements de crédit luxembourgeois. Les premiers résultats provisoires des établissements de crédit luxembourgeois font état d'une diminution de la constitution nette de corrections de valeur et de provisions de 46,0%. Cette baisse par rapport à l'année précédente découle de l'absence de risques géographiques importants qui ont marqué les exercices précédents mais également par d'une sélection plus prudente des contreparties principalement au niveau de l'activité de crédit.

#### **Impôts**

L'évolution satisfaisante des résultats ordinaires en 1999 se répercute également sur les impôts dont les recettes ont augmenté de 22,2% par rapport à 1998. Cette augmentation qui peut surprendre doit également être vue en relation avec la réalisation importante de plus-values qui étaient exemptes d'impôts. Ainsi, malgré un résultat après provisions en baisse de 7,2% par rapport à 1998, les impôts se situent à un niveau proche de celui atteint en 1997 et largement supérieur à celui atteint en 1998.

#### **Résultat net**

Compte tenu de l'évolution des résultats exceptionnels, décrite ci-dessus, le résultat net est en baisse de 15,7% par rapport à 1998.

Tableau 15

Somme des comptes de profits et pertes en fin d'année  
des établissements de crédit luxembourgeois <sup>1) 2) 3) 4)</sup>

(en millions de EUR)

Rubrique des débits et crédits	Résultats des établissements de crédit à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois			Résultats des établissements de crédit, y compris les succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
	1	2	3	4	5	6
1 Intérêts et dividendes perçus	33 405	37 654	36 045	33 935	38 436	36 650
2 Intérêts bonifiés	30 266	34 539	32 743	30 775	35 299	33 333
3 Marge sur intérêt	3 139	3 115	3 302	3 160	3 137	3 317
Revenus nets:						
4 sur réalisation de titres	313	411	193	668	470	191
5 sur commissions	1 680	1 979	2 352	1 707	2 014	2 365
6 sur opérations de change	258	353	297	267	364	298
7 sur divers	274	1 049	401	-63	1 017	401
8 Revenus nets (4+5+6+7)	2 525	3 791	3 243	2 579	3 864	3 255
9 Résultat brut (3+8)	5 664	6 906	6 545	5 739	7 001	6 572
10 Frais de personnel	1 233	1 284	1 455	1 265	1 321	1 467
11 Frais d'exploitation	898	1 050	1 184	918	1 073	1 193
12 Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 132	2 335	2 639	2 184	2 394	2 660
13 Impôts divers, taxes et redevances	76	85	92	77	85	92
14 Amortissements sur immobilisé non financier	253	269	282	257	273	283
15 Résultats avant provisions (9-12-13-14)	3 203	4 217	3 532	3 222	4 249	3 537
16 Provisions et amortissements sur disponible, réalisable, et immobilisé financier	1 275	1 844	1 164	1 284	1 854	1 165
17 Extourne de provisions	744	802	599	747	808	600
18 Constitution nette de provisions	531	1 042	565	537	1 046	565
19 Résultats après provisions (15-18)	2 672	3 175	2 967	2 685	3 203	2 972
20 Impôts sur revenu et le bénéfice	899	717	879	903	722	882
21 Résultat net (19-20)	1 773	2 459	2 088	1 782	2 482	2 090
<b>Indicateurs significatifs</b>						
	en % de la somme moyenne des bilans					
A Frais généraux (lignes 10 à 14)	0,49	0,49	0,53			
B Résultat avant provisions (ligne 15)	0,64	0,77	0,62			
C Provisions et amortissements (ligne 18)	0,11	0,19	0,10			
D Résultat après provisions (ligne 19)	0,53	0,58	0,52			
				en % du résultat brut		
E Marge sur intérêts				55,4	45,1	50,4
F Résultats nets sur opérations de change				4,6	5,1	4,5
G Résultats nets sur commissions				29,7	28,7	35,9
H Frais généraux (lignes 10 à 14)				43,4	38,9	46,0
I Constitution nette de provisions				9,4	15,1	8,9
J Impôts sur le revenu et les bénéfices				15,9	10,4	13,3

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Pour des explications méthodologiques, voir bulletin IML 85/3.

3) Les données se rapportant aux années 1997 et 1998 ont été converties en euro sur base du taux de conversion de EUR=40,3399 LUF.

4) Données provisoires pour 1999.

Source: Base de données commune BCL-CSSF

### 2.2.6 La situation de l'emploi dans le secteur financier

L'évolution du nombre d'établissements de crédit sur la place a été relativement stable au cours des années 1998 et 1999. Plusieurs fusions bancaires sont intervenues mais également quelques établissements nouveaux sont venus s'implanter. Lors des fusions bancaires intervenues sur la place financière au cours des deux dernières années les pertes d'emplois furent très limitées. Ce phénomène est également observé dans d'autres pays européens où les fusions de banques sont bien plus fréquentes qu'au Luxembourg. Des besoins en ressources humaines importants sont requis pour réaliser les travaux de fusion. Dans le cadre des fusions bancaires intervenues au Luxembourg, des licenciements sont intervenus dans le cadre de plans sociaux. Ces derniers, négociés dans les syndicats, offrent aux personnes licenciées des conditions qui leur facilitent la recherche d'un nouvel emploi. En dehors des établissements de crédit la place financière a généré des emplois supplémentaires. Le législateur luxembourgeois a élaboré un cadre législatif favorable au développement des activités nouvelles. Ainsi, à côté de la loi sur les banques d'émission de lettres de gage, les lois relatives au commerce électronique et aux fonds de pension internationaux devraient permettre un développement des activités, et partant, le maintien voire la création d'emplois sur la place financière.

Le maintien du nombre des établissements de crédit et le développement des activités nouvelles, à eux seuls, ne sont cependant pas nécessairement un garant pour la stabilité de l'emploi dans le secteur financier. Dans un environnement de plus en plus concurrentiel et suite aux développements rapides tant dans le domaine technologique que dans celui des produits financiers, des efforts de formation et d'adaptation aux technologies nouvelles doivent continuellement être fournis. La formation des employés de banque a fait l'objet de plusieurs initiatives tant dans le domaine de la banque commerciale que dans celui de la banque privée. Notons également à ce sujet qu'à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2000, la loi du 22 juin 1999 ayant pour objet le soutien et le développement de la formation professionnelle continue est entrée en vigueur. Cette loi accorde notamment des crédits d'impôts ou subsides jusqu'à hauteur de 10% des coûts de formation encourus par les employeurs.

Au cours de l'année 1999, l'effectif dans le secteur financier a évolué de manière très satisfaisante.

L'emploi dans le secteur financier a connu, au cours de l'année 1999, une augmentation de 1 559 unités, soit une hausse de 7,0% par rapport au 31 décembre 1998. Au 31 décembre 1999, l'emploi dans le secteur financier s'élève à 23 985 unités, ce qui représente une progression de 367 unités (+ 1,6%) par rapport au 30 septembre 1999 et de 1 559 unités (+ 7,0%) par rapport à la même date de l'année précédente. L'emploi dans le secteur financier représente désormais 9,4% de l'emploi total intérieur au Luxembourg contre 9,5% au 31 décembre 1999.

Cette évolution dynamique peut être mise en relation avec l'augmentation de l'emploi total intérieur qui a été de 4,9% durant la même période. Le secteur financier continue donc d'être un des principaux moteurs de l'évolution positive de l'emploi total intérieur au Luxembourg. Les Luxembourgeois ne représentent plus que 34,4% de l'emploi dans le secteur financier contre 37,1% au 31 décembre 1998. Au cours du dernier trimestre de l'année 1999 le nombre de Luxembourgeois employés dans le secteur financier est quasi stagnant, alors que le nombre d'employés étrangers a augmenté de 375 unités.

L'effectif total dans les établissements de crédit luxembourgeois, progresse de 250 unités (+1,2%) par rapport au 30 septembre 1999 et de 1 383 unités (+7,0%) par rapport au 31 décembre 1998. Au 31 décembre 1999, l'emploi total dans les établissements de crédit était de 21 197 unités. Cette augmentation de l'effectif dans le secteur bancaire peut trouver son origine dans les efforts informatiques considérables, réalisés en vue de l'an 2000. Le développement des activités hors-bilan tels que la gestion de fortune, est également un des facteurs majeurs qui contribuent à une accélération de l'emploi dans le secteur financier.

L'emploi auprès des autres professionnels du secteur financier qui s'élevait à 2 788 unités au 31 décembre 1999, a augmenté de 117 unités, soit 4,4%, par rapport au 30 septembre 1999. Par rapport au 31 décembre de l'année précédente, l'augmentation est de 176 unités ce qui représente une hausse de 6,7%.

Tableau 16

Situation de l'emploi dans les établissements de crédit et les autres professionnels du secteur financier <sup>1)</sup>

En fin de période	Dirigeants			Employés			Ouvriers			Total du personnel			En % de l'emploi total <sup>2)</sup>
	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Total</b>													
1994	2 671	526	3 197	7 919	8 362	16 281	51	130	181	10 641	9 018	19 659	9,3
dont banques	2 308	384	2 692	7 086	7 700	14 786	47	113	160	9 441	8 197	17 638	
1995	2 791	488	3 279	8 116	8 496	16 612	52	139	191	10 959	9 123	20 082	9,3
dont banques	2 541	452	2 993	7 297	7 797	15 094	49	119	168	9 887	8 368	18 255	
1996	2 940	522	3 462	8 382	8 589	16 971	50	116	166	11 372	9 227	20 599	9,2
dont banques	2 658	490	3 148	7 476	7 809	15 285	48	101	149	10 182	8 400	18 582	
1997	3 103	594	3 697	8 670	8 943	17 613	46	102	148	11 819	9 639	21 458	9,4
dont banques	2 774	549	3 323	7 646	8 033	15 679	44	89	133	10 464	8 671	19 135	
septembre 1998	3 247	620	3 867	8 797	9 352	18 149	49	102	151	12 093	10 074	22 167	9,2
dont banques	2 908	562	3 470	7 727	8 331	16 058	47	87	134	10 682	8 980	19 662	
décembre 1998	3 227	643	3 870	8 969	9 437	18 406	49	101	150	12 245	10 181	22 426	9,3
dont banques	2 893	576	3 469	7 840	8 371	16 211	47	87	134	10 780	9 034	19 814	
mars 1999	3 357	687	4 044	8 995	9 554	18 549	45	99	144	12 397	10 340	22 737	9,3
dont banques	3 018	621	3 639	7 838	8 453	16 291	43	85	128	10 899	9 159	20 058	
juin 1999	3 380	707	4 087	9 125	9 759	18 884	49	78	127	12 554	10 544	23 098	9,3
dont banques	3 014	641	3 655	8 069	8 606	16 675	47	65	112	11 130	9 312	20 442	
septembre 1999	3 447	740	4 187	9 346	9 975	19 321	35	75	110	12 828	10 790	23 618	9,3
dont banques	3 093	667	3 760	8 248	8 847	17 095	33	59	92	11 374	9 573	20 947	
décembre 1999	3 477	758	4 235	9 517	10 128	19 645	37	68	105	13 031	10 954	23 985	9,5
dont banques	3 119	670	3 789	8 362	8 961	17 323	34	51	85	11 515	9 682	21 197	
<b>Luxembourgeois</b>													
1994	806	194	1 000	3 757	3 737	7 494	17	22	39	4 580	3 953	8 533	43,4
dont banques	752	159	911	3 579	3 589	7 168	16	21	37	4 347	3 769	8 116	
1995	845	164	1 009	3 748	3 664	7 412	17	21	38	4 610	3 849	8 459	42,1
dont banques	805	157	962	3 622	3 552	7 174	16	20	36	4 443	3 729	8 172	
1996	899	180	1 079	3 705	3 619	7 324	18	19	37	4 622	3 818	8 440	41,0
dont banques	851	171	1 022	3 564	3 490	7 054	18	19	37	4 433	3 680	8 113	
1997	934	198	1 132	3 664	3 576	7 240	18	17	35	4 616	3 791	8 407	39,2
dont banques	877	183	1 060	3 498	3 416	6 914	18	17	35	4 393	3 616	8 009	
septembre 1998	1 008	200	1 208	3 610	3 532	7 142	21	14	35	4 639	3 746	8 385	37,8
dont banques	933	184	1 117	3 408	3 349	6 757	21	14	35	4 362	3 547	7 909	
décembre 1998	998	211	1 209	3 575	3 489	7 064	20	15	35	4 593	3 715	8 308	37,1
dont banques	925	186	1 111	3 375	3 306	6 681	20	15	35	4 320	3 507	7 827	
mars 1999	1 006	218	1 224	3 534	3 474	7 008	18	14	32	4 558	3 706	8 264	36,3
dont banques	937	198	1 135	3 330	3 292	6 622	18	14	32	4 285	3 504	7 789	
juin 1999	997	214	1 211	3 518	3 475	6 993	23	11	34	4 538	3 700	8 238	35,7
dont banques	920	197	1 117	3 337	3 282	6 619	23	11	34	4 280	3 490	7 770	
septembre 1999	999	220	1 219	3 540	3 480	7 020	14	10	24	4 553	3 710	8 263	35,0
dont banques	922	202	1 124	3 361	3 294	6 655	14	10	24	4 297	3 506	7 803	
décembre 1999	1 004	223	1 227	3 517	3 487	7 004	15	9	24	4 536	3 719	8 255	34,4
dont banques	923	203	1 126	3 342	3 305	6 647	15	9	24	4 280	3 517	7 797	
<b>Etrangers</b>													
1994	1 865	332	2 197	4 162	4 625	8 787	34	108	142	6 061	5 065	11 126	56,6
dont banques	1 556	225	1 781	3 507	4 111	7 618	31	92	123	5 094	4 428	9 522	
1995	1 946	324	2 270	4 368	4 832	9 200	35	118	153	6 349	5 274	11 623	57,9
dont banques	1 736	295	2 031	3 675	4 245	7 920	33	99	132	5 444	4 639	10 083	
1996	2 041	342	2 383	4 677	4 970	9 647	32	97	129	6 750	5 409	12 159	59,0
dont banques	1 807	319	2 126	3 912	4 319	8 231	30	82	112	5 749	4 720	10 469	
1997	2 169	396	2 565	5 006	5 367	10 373	28	85	113	7 203	5 848	13 051	60,8
dont banques	1 897	366	2 263	4 148	4 617	8 765	26	72	98	6 071	5 055	11 126	
septembre 1998	2 239	420	2 659	5 187	5 820	11 007	28	88	116	7 454	6 328	13 782	62,2
dont banques	1 975	378	2 353	4 319	4 982	9 301	26	73	99	6 320	5 433	11 753	
décembre 1998	2 229	432	2 661	5 394	5 948	11 342	29	86	115	7 652	6 466	14 118	62,9
dont banques	1 968	390	2 358	4 465	5 065	9 530	27	72	99	6 460	5 527	11 987	
mars 1999	2 351	469	2 820	5 461	6 080	11 541	27	85	112	7 839	6 634	14 473	63,7
dont banques	2 081	423	2 504	4 508	5 161	9 669	25	71	96	6 614	5 655	12 269	
juin 1999	2 383	493	2 876	5 607	6 284	11 891	26	67	93	8 016	6 844	14 860	64,3
dont banques	2 094	444	2 538	4 732	5 324	10 056	24	54	78	6 850	5 822	12 672	
septembre 1999	2 448	520	2 968	5 806	6 495	12 301	21	65	86	8 275	7 080	15 355	65,0
dont banques	2 171	465	2 636	4 887	5 553	10 440	19	49	68	7 077	6 067	13 144	
décembre 1999	2 473	535	3 008	6 000	6 641	12 641	22	59	81	8 495	7 235	15 730	65,6
dont banques	2 196	467	2 663	5 020	5 656	10 676	19	42	61	7 235	6 165	13 400	

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

2) Pour le sous-tableau «Total» il s'agit de l'effectif total des établissements de crédit et des autres professionnels du secteur financier par rapport à l'emploi intérieur.

En ce qui concerne les sous-tableaux «Luxembourgeois» et «Etrangers» il s'agit de l'effectif total de chacune de ces deux catégories par rapport à l'emploi total du secteur financier.

Source: Base de données commune BCL-CSSF

## 2.3 Les organismes de placement collectif

L'entrée dans la troisième phase de l'UEM au 1<sup>er</sup> janvier 1999 a contribué au dynamisme de l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement. L'introduction de l'euro sur les marchés financiers internationaux avait donné lieu, en début d'année, à quelques soucis notamment en ce qui concerne les fonds d'investissement à compartiments multiples. Comme prévu, des fusions de compartiments libellés dans les unités monétaires des pays de la zone euro ont eu lieu au début de l'année, mais elles n'ont pas conduit à une diminution du nombre des OPC à compartiments multiples ni même à une diminution du nombre de compartiments. Au contraire, entre le 31 décembre 1998 et le 31 août 1999, le nombre d'OPC à compartiments multiples s'est accru de 66 unités pour comprendre 863 unités au 31 août 1999.

La loi du 8 juin permet la création des fonds de pension internationaux (ASSEP et SEPCAV) à partir du Luxembourg. Le cadre légal devrait permettre aux promoteurs de bénéficier du potentiel de croissance considérable qu'offre cet instrument dans le moyen et long terme, mais la création des premiers fonds de pension internationaux n'avance que lentement. Il importe de souligner que le développement des fonds de pension est freiné par l'absence des règlements d'exécution à prendre par le législateur. Il revient aux promoteurs des fonds de pension internationaux d'offrir des produits attractifs pour une clientèle internationale tout en développant des

structures qui leur permettront de concurrencer efficacement les autres centres financiers européens.

A l'instar des établissements de crédit luxembourgeois, les promoteurs des organismes de placement collectif luxembourgeois utilisent les technologies nouvelles, à savoir, des systèmes informatiques de plus en plus sophistiqués afin de limiter leurs frais par le biais d'une gestion efficiente qui leur permet de rester compétitifs au niveau européen. Ces développements technologiques bénéficient non seulement à la gestion des fonds mais également au niveau de la commercialisation; Internet donne aux promoteurs d'OPC luxembourgeois la possibilité d'approcher leur clientèle étrangère en deans des délais très courts et moyennant des frais réduits par rapport aux moyens de communication traditionnels.

### 2.3.1 L'évolution en nombre

L'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement a connu une année prospère avec un taux de progression de 50,9% de la VNI. Au 31 décembre 1999, les actifs nets s'élevaient à 734,5 milliards d'euros.

Depuis décembre 1990, le nombre des fonds d'investissement luxembourgeois a évolué comme suit:

Tableau 17

#### Evolution du nombre et de la valeur nette d'inventaire des OPC <sup>1)</sup>

En fin de période	1990	1995	1996	1997	1998	1999
1. Nombre d'OPC	805	1 329	1 384	1 426	1 521	1 630
2. Valeur nette d'inventaire en millions de EUR <sup>2)</sup>	72 249	261 798	308 605	391 766	486 843	734 500

<sup>1)</sup> Source: Commission de Surveillance du Secteur Financier

<sup>2)</sup> Les données se rapportant aux années 1990 à 1998 ont été converties en EUR sur base du taux de conversion EUR = 40,3399 LUF

Le développement remarquable des organismes de placement collectif au Luxembourg se reflète moins au niveau du nombre des organismes qu'au niveau des actifs en gestion. Au 31 décembre 1999, le nombre des organismes de placement collectif luxembourgeois était de 1 630 soit une augmentation de 109 unités par rapport au 31 décembre 1998.

### 2.3.2 L'évolution de la valeur nette d'inventaire

Les actifs en gestion passent de 486 843 millions d'euros au 31 décembre 1998 à 734 500 millions d'euros fin décembre 1999. Cette hausse de 247 657 millions d'euros ou 50,9%, est impressionnante; elle repose sur le développement favorable des marchés financiers mais également sur le développement favorable des nouvelles souscriptions. En effet, l'investissement net en capital au cours de cette même période est de 140,1 milliards d'euros.

### 2.3.3 Les OPC monétaires

La sélection des OPC monétaires est effectuée par la Commission de surveillance du secteur financier sur base des critères énoncés dans le règlement (CE) N° 2819/98 de la BCE du 1<sup>er</sup> décembre 1998 concernant le bilan consolidé du secteur des institutions financières monétaires.

La BCL se base sur cette sélection pour l'établissement de la liste officielle des institutions financières monétaires luxembourgeoises et pour la délimitation de la population des OPC monétaires soumis au reporting statistique à fournir à la BCL.

La liste des OPC ou compartiments monétaires qui sont inscrits sur la liste des institutions financières monétaires est transmise à la BCE et publiée ensemble avec les listes des autres pays de l'UEM. Il est entendu que cette liste est régulièrement mise à jour lorsque des OPC ou compartiments monétaires sont ajoutés ou retirés.

Les OPC ou compartiments monétaires, à l'exception de ceux qui sont de taille modeste, doivent remettre périodiquement des renseignements spécifiques à la BCL, qui consistent notamment en une ventilation des instruments financiers par échéance initiale, par secteur économique, par pays et par devise.

Le nombre des OPC ou compartiments monétaires est resté relativement stable au cours des deux dernières années, passant de 420 unités au 31 décembre 1998 à 439 unités au 31 décembre 1999. Au cours de la même période la valeur nette d'inventaire des OPC ou compartiments monétaires a augmenté de 18,4 milliards d'euros pour se situer à 49,0 milliards d'euros au 31 décembre 1999.

## 2.4 Le marché financier domestique

### 2.4.1 L'activité boursière en 1999

En date du 4 janvier 1999, la Bourse de Luxembourg a mis en vigueur l'accord de coopération conclu en décembre 1998 entre les Bourses de Luxembourg, d'Amsterdam et de Bruxelles. Cet accord, visant à promouvoir l'accès réciproque aux marchés des trois bourses, a eu le mérite d'augmenter le nombre de participants en Bourse de Luxembourg. L'alliance Benelux a ainsi permis à la Bourse de Luxembourg d'accueillir 46 nouveaux membres belges et néerlandais.

Le marché des actions luxembourgeoises a vécu quelques importants événements en 1999. Tout d'abord le 14 avril le groupe Dexia, majoritaire dans le capital de la Banque Internationale à Luxembourg (BIL), a décidé de se porter acquéreur de 100% des actions de la BIL via offre publique d'échange (OPE). Les détenteurs d'actions de la BIL se sont vus offrir dix actions Dexia-France, cinq actions Dexia-Belgique et 41 000 francs luxembourgeois en liquide en échange d'une action BIL. Cette opération a permis au groupe Dexia de contrôler 98,75% du capital de la BIL. Suite au succès de l'offre publique d'échange, les actions de la BIL ont été retirées de la cote officielle fin juillet.

Vers la fin de l'année, le marché des actions luxembourgeoises a enregistré deux nouvelles admissions. Ce fut d'abord Banque Degroof Luxembourg, la filiale luxembourgeoise de la banque privée belge Degroof S.A., qui en date du 9 novembre annonçait une augmentation de capital de 52,36 millions d'euros via une émission de 240 000 actions nouvelles, soit 32,4% du nouveau capital social. La période de souscription, prévue jusqu'au 25 novembre, a été clôturée anticipativement le 15 novembre et la première cotation des actions de la Banque Degroof Luxembourg S.A. a eu lieu le 2 décembre.

Deux semaines plus tard, le 25 novembre, Utopia S.A. a annoncé une émission de 188 857 nouvelles actions pour un montant de 9,9 millions d'euros, soit 21,11% de son nouveau capital social. La période de souscription publique des actions de la société d'exploitation de salles et de sites cinématographiques a été clôturée anticipativement le 2 décembre alors que la date de clôture prévue était le 9 décembre. La première cotation en Bourse de Luxembourg a eu lieu le 17 décembre.

L'année 1999 a également été marquée par des annonces de fusions et d'alliances importantes dans le domaine des systèmes de règlement-titres. En mai, Deutsche Börse AG, à Francfort, et Cedel International, à Luxembourg, ont annoncé la création d'une société qu'ils détiennent conjointement; l'objectif est de devenir le premier fournisseur de services de compensation, de dénouement et de conservation de titres en Europe. Cette nouvelle société a commencé ses activités le 1<sup>er</sup> janvier 2000. Elle se dénomme «Clearstream International». Elle fournit un ensemble de services à ses principales filiales qui sont «Clearstream Banking Luxembourg», «Clearstream Frankfurt», et «Clearstream Services».

#### 2.4.1.1 L'indice des actions luxembourgeoises LuxX

L'indice des actions luxembourgeoises LuxX a clôturé l'année 1999 au niveau de 1 397,25 points réalisant une croissance de 40% sur l'année. La Bourse de Luxembourg figure ainsi parmi les plus performantes pour l'année 1999. Elle prend la troisième place au niveau de la zone euro derrière les Bourses de Helsinki et de Paris.

Les premiers mois de l'année, le marché des actions de la Bourse de Luxembourg était sous l'influence de la loi fiscale du 22 décembre 1993 («nouvelle» loi Rau) ayant pour objet la relance de l'investissement dans l'intérêt du développement économique luxembourgeois. Cette loi stipule que les investissements en actions de sociétés luxembourgeoises pleinement imposables sont déductibles fiscalement jusqu'à un plafond de 60 000 francs luxembourgeois par contribuable et à condition de conserver les actions pendant l'année d'acquisition et les quatre années sui-

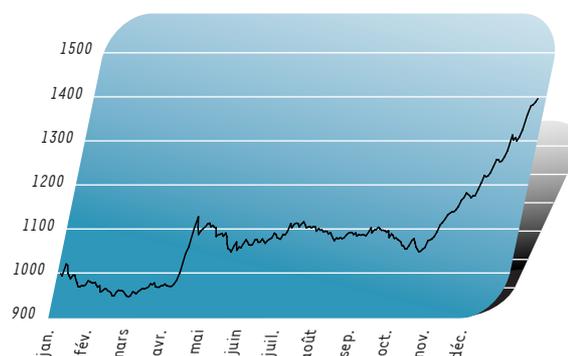
vantes. Comme cette loi votée fin 1993 pour l'année fiscale en cours n'a permis d'investir qu'à partir de 1994, les deux années fiscales de 1993 et 1994 se sont libérées au 1<sup>er</sup> janvier 1999. Un mouvement massif de prise de bénéfice dès le début de l'année a mis de la pression sur les actions luxembourgeoises jusqu'à la mi-avril.

Ensuite, à partir du 14 avril, le marché des actions évoluait sous l'égide de l'opération d'OPE des titres de la BIL contre ceux du groupe Dexia. Cette opération a forcé les fonds dédiés aux actions luxembourgeoises à procéder au remplacement du titre de la BIL par d'autres actions luxembourgeoises. Suite à ce processus de remplacement, les cours de nombre d'actions luxembourgeoises se sont enflammés pendant pratiquement un mois.

Les deux derniers mois de l'année, le LuxX, entraîné par le climat boursier international ainsi que par l'effet d'investissement en actions tombant sous le régime de la nouvelle loi Rau, a connu une poussée euphorique. En effet, la progression de l'indice LuxX se limitait encore à 11% en début du mois de novembre avant de s'envoler vers la fin de l'année pour atteindre une hausse de 40% sur l'année.

Graphique 29

Evolution de l'indice LuxX en 1999



Source: Reuters

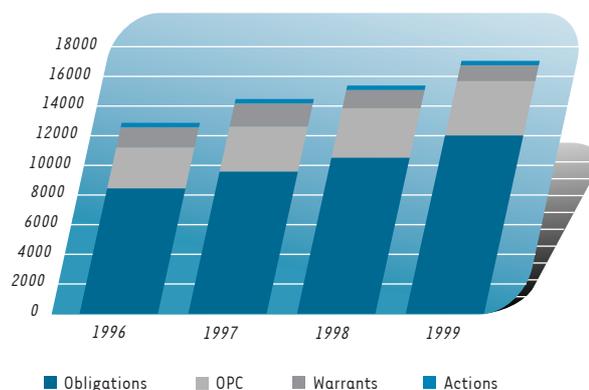
Graphique 30

## Nombre des valeurs cotées

## 2.4.1.2 Valeurs cotées

Pendant l'année 1999, la Bourse de Luxembourg a admis à sa cote 5 134 nouvelles valeurs, se répartissant en 3 579 obligations, 887 OPC, 637 warrants et 31 actions. Au 31 décembre 1999, le nombre total de valeurs cotées s'élevait ainsi à 17 051 unités se répartissant en 12 021 obligations, 3 658 compartiments d'OPC, 1 060 warrants et 312 actions. Les obligations représentent la majeure partie des valeurs cotées (71%) suivies des OPC (21%), des warrants (6%) et des actions (2%).

Le nombre de valeurs cotées à la Bourse de Luxembourg a progressé de 10,8% en 1999 contre 6,3% en 1998. Cette progression nettement plus soutenue qu'en 1998 est principalement due au compartiment obligataire qui a connu une progression de 14,3% en 1999 comparée aux 9,8% de l'année précédente.



Source: Bourse de Luxembourg

Tableau 18

## Nombre de transactions et valeur boursière des échanges en millions de EUR

	1998		1999		Variations rapport au 31.12.1998	
	Nombre de transactions	Valeur boursière des échanges	Nombre de transactions	Valeur boursière des échanges	Nombre de transactions	Valeur boursière des échanges
Obligations	42 769	1 316,0	39 095	1 148,7	- 8,6%	- 12,7%
Actions	42 770	1 059,3	39 338	991,8	- 8,0%	- 6,4%
OPC	15 573	434,4	11 795	353,5	- 24,3%	- 18,6%
Warrants	710	4,6	327	5,4	- 53,9%	17,4%
Total	101 822	2 814,3	90 555	2 499,4	- 11,1%	- 11,2%

Source: Bourse de Luxembourg

#### 2.4.1.3 Le nombre de transactions et la valeur boursière des échanges

Alors que le nombre de valeurs cotées était en nette progression sur l'année (+14,3%), aussi bien le nombre de transactions (-11,1%) que la valeur boursière des échanges (-11,2%) ont diminué par rapport à l'année précédente. En 1999, la Bourse de Luxembourg a donc évolué dans le sens d'une accentuation de son activité de cotation et d'un repli de son activité de transaction par rapport à l'année précédente.

#### 2.4.1.4 Evolution du marché obligataire

Sur le marché des émissions obligataires, le nombre de banques luxembourgeoises actives a diminué, suite à la disparition de la devise nationale. Depuis son année record en 1995, affichant un volume d'émission total équivalent à quelque 10,51 milliards d'euros, les montants ont diminué avec la perspective de l'avènement de la monnaie unique. Au cours de la dernière année d'existence du franc luxembourgeois, 49 émissions ont été lancées, équivalant à quelque 2,55 milliards d'euros. Une conséquence logique de la disparition du marché en franc luxembourgeois a été la suppression de la "league-table", qui rendait compte de l'activité des banques luxembourgeoises en tant que "bookrunners" par le truchement d'un classement. La constitution d'un tel tableau au niveau national n'a donc plus rai-

son d'être. Une implication en découlant est également la disparition de la centralisation statistique.

Depuis l'émergence de l'euro, principalement deux banques agissent encore en tant que "lead-managers". Alors qu'une des banques opère essentiellement pour le compte de son groupe, l'autre continue à centrer son activité d'émission sur des émetteurs tiers. Ces derniers proviennent essentiellement d'Allemagne et sont à très forte pondération bancaire. Certaines de ces émissions ont été réalisées sur une base de "joint-leads" nationaux ou internationaux. Les émissions ont atteint des montants moyens nettement supérieurs au standard de 2 milliards de francs luxembourgeois prévalant depuis 1995. Ceci est la résultante du regroupement de la demande pour les devises de la zone euro, remplacées par l'euro. Ainsi, une émission de 750 millions d'euros a été émise pour le compte d'une banque allemande. Il est intéressant de noter que la qualité des émetteurs est de tout premier rang, permettant ainsi d'émettre aussi bien en "senior" qu'en "subordonné". L'augmentation substantielle des montants émis témoigne du pouvoir de placement intact au travers des établissements de crédit établis sur la place financière de Luxembourg auprès d'un marché de niche constitué par une clientèle "retail". Au niveau spécifiquement luxembourgeois, il est à noter l'émission de l'Arbed, pour un montant de 100 millions d'euros, co-dirigée par trois banques luxembourgeoises traditionnellement actives sur le marché obligataire primaire domestique.

#### 2.4.1.5 Capitalisations boursières des sociétés cotées

La capitalisation boursière des sociétés cotées a considérablement progressé en 1999 (+21,91%). Les sociétés luxembourgeoises ont connu une augmentation de 10,27% de leur capitalisation boursière comparée aux 22,81% des sociétés étrangères cotées.

montre que la Bourse de Luxembourg se trouve en bas de l'échelle des capitalisations boursières des sociétés domestiques. Malgré la faible valeur nominale de la capitalisation boursière des sociétés domestiques luxembourgeoises, celle-ci s'élève à presque du double du PIB luxembourgeois. Au niveau européen, les capitalisations boursières s'élèvent en moyenne à 128% du PIB. La Finlande affiche le plus

Tableau 19

#### Capitalisations boursières en millions de EUR

	Capitalisation 31/12/1999	Poids	Capitalisation 31/12/1998	Variation	Sociétés 1999/1998
Luxembourg	35 855,94	6,47%	32 516,49	+10,27%	51/53
Etranger	518 503,04	93,53%	422 194,04	+22,81%	225/224
Total	554 358,98	100,00%	454 710,53	+22,91%	276/277

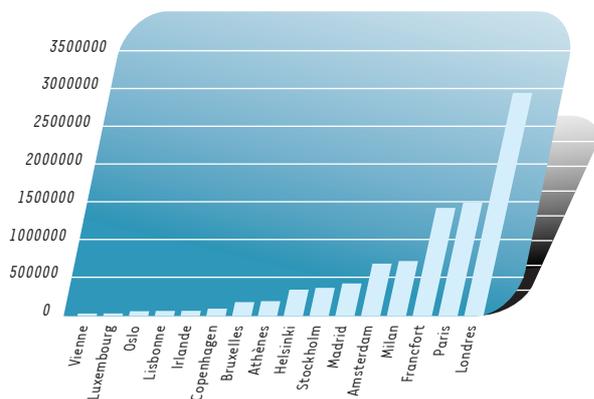
Source: Bourse de Luxembourg

Au niveau européen, la capitalisation boursière des sociétés luxembourgeoises reste néanmoins faible. En effet, une comparaison entre les principales bourses européennes

important ratio «capitalisations boursières des sociétés domestiques/PIB» à savoir 287% suivi de la Grande Bretagne (221%) et du Luxembourg (195%).

Graphique 31

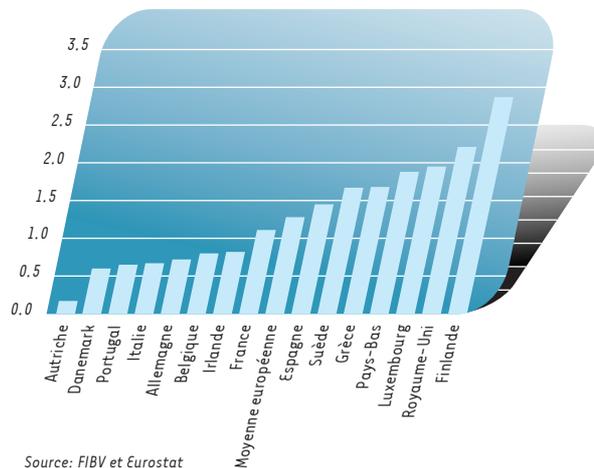
#### Capitalisation boursière des sociétés domestiques en millions de EUR



Source: FIBV

Graphique 32

#### Ratio (Capitalisations boursières/PIB)



Source: FIBV et Eurostat