

Situation économique et financière

Situation économique et financière

Situation économique et financière



1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DANS LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

L'année 2000 marquera indubitablement la décennie en affichant une croissance au niveau mondial proche de 5%, à comparer aux quelque 3,5% en 1999. S'il est vrai que l'économie mondiale se redirige vers une pente descendante, ce processus se fera sans aucun doute de manière graduelle.

Dans ce contexte, l'économie américaine a montré un premier véritable signe de ralentissement après l'annonce d'une croissance du PIB au troisième trimestre de 2,7% (annualisé), contre 5,6% au trimestre précédent. Alors que le taux de chômage demeure sous les 3,9%, le marché du travail devient de plus en plus serré devant la baisse de la productivité. Après une croissance de la productivité au second trimestre de 6,1%, le taux est passé à 3,8% au troisième trimestre. Selon les dernières perspectives, le PIB de l'économie américaine devrait toutefois augmenter de 5 à 6% en 2000 avant de se replier aux alentours de 3,5% en 2001 et 2002 tout en privilégiant le scénario d'un «soft landing». Cependant, l'économie américaine demeure confrontée à un déséquilibre important, le déficit courant atteignant quelque 4,3% du PIB.

Au Japon, l'optimisme semble reprendre graduellement le dessus. Les dernières données récoltées pointent sur une amélioration du climat des affaires et sur un accroissement de la production industrielle. Si la consommation privée ne montre pas encore de signe de vif rebond, l'augmentation des salaires réels au mois d'août pourrait être un élément saillant dans la relance escomptée. Toutefois, les problèmes structurels dans le secteur financier pourraient contrebalancer cet effet par l'environnement d'incertitude qu'il engendre. Par rapport à 1999, où le PIB réel avait crû de 0,2%, l'économie japonaise devrait atteindre entre 1,5 et 2% de croissance en 2000 et confirmer cette tendance en 2001.

Au sein de la zone euro, l'activité demeure soutenue même si un certain plafonnement semble s'installer sous l'influence de la hausse du prix du pétrole. Les prévisions tablent sur un PIB réel de 3,5% pour 2000 et une fourchette basse de 3% pour l'année suivante. Au cours du deuxième trimestre, le PIB de la zone euro a affiché une croissance de 3,7% (annualisé), bénéficiant d'une consommation privée soutenue comme un des moteurs essentiels de cette évolution. Au cours du premier trimestre, le PIB réel avait progressé de 3,4%. Dans ce contexte de croissance robuste et persistante, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé lors de sa réunion du 5 octobre 2000 de majorer le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de 0,25% à 4,75%. Par la même occasion, le taux de la facilité de prêt marginal est passé de 5,5% à 5,75% alors que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est passé de 3,5% à 3,75%. Depuis novembre 1999, cette décision porte la majoration totale sur le taux des opérations principales de refinancement à 225 points de base.

Dans le cadre du premier pilier, qui, rappelons-le, donne un rôle prééminent à la masse monétaire au sens large, l'agrégat monétaire M3 a continué à diverger substantiellement de sa valeur de référence de 4,5%.

En effet, après avoir atteint son niveau le plus élevé (6,4%) sur la période avril-juin, la moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3, s'est repliée jusqu'à 5,4% sur la période juillet-septembre. Dans ce contexte, un élément notable a été la persistance d'un taux de croissance élevé des crédits au secteur privé (proche de 10% sur base annuelle), contribuant ainsi à un risque potentiel quant à la stabilité des prix.

Au niveau du second pilier de la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème, se focalisant sur le suivi d'une rangée d'indicateurs écono-

miques et financiers potentiellement prédictifs de pressions inflationnistes, l'envolée du prix du pétrole ainsi que la dépréciation continue de l'euro ont contribué de manière notable à la prise de décision du Conseil des gouverneurs de la BCE. Début septembre, le prix du baril de Brent est passé au-dessus des 37 dollars avant de se replier tout en affichant une moyenne de quelque 32 dollars jusqu'au 20 novembre. Quant à l'euro, son cours de clôture moyen s'est établi à 87,14 cents du 1^{er} septembre à la veille de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du 5 octobre. Cette évolution a amené l'Eurosystème, en coopération avec d'autres banques centrales, puis seul, à intervenir sur le marché des changes.

Les taux du marché monétaire au sein de la zone euro se sont orientés à la hausse depuis le début du mois de septembre. Au cours du mois de septembre, l'EONIA a globalement évolué entre 4,5 et 4,6% avant d'afficher une nette baisse à la fin de la période de maintenance. Ce recul témoignait de la perception de liquidités amples sur le marché. Préalablement à la hausse des taux du 5 octobre, le taux au jour le jour se situait aux alentours de 4,7%, pointant ainsi sur une anticipation partielle du marché de la hausse du taux minimum de soumission des opérations principales de refinancement de 0,25%. Au cours du mois d'octobre, l'EONIA s'est développé autour du taux minimal de soumission, à l'exception de la dernière semaine de la période de maintenance se terminant le 23 octobre dû à la perception de liquidités abondantes dans le marché. La nouvelle période de maintenance a vu le taux au jour le jour progresser à la hausse, s'approchant des 5% le 30 octobre avant de se replier au cours du mois de novembre pour fluctuer autour de 4,8%.

GRAPHIQUE 1
EVOLUTION DE L'EONIA DU
1^{ER} SEPTEMBRE AU 20 NOVEMBRE 2000



Source: Reuters

Les spreads entre le 1^{er} septembre et le 20 novembre ont évolué de manière différente en fonction des échéances. Alors que les spreads sur les échéances jusqu'à trois mois se sont échelonnés entre 18 et 30 points de base, les échéances supérieures ont affiché des spreads inférieurs, voire négatifs à partir de l'échéance 8 mois. La conséquence de cette évolution a été un aplatissement de la courbe monétaire pour la période sous revue. Ainsi, le spread de la courbe, déduite de la différence entre l'échéance de un an et du jour le jour est passé de 66 points de base le 1^{er} septembre à 35 points de base le 20 novembre.

GRAPHIQUE 2
EVOLUTION DE LA COURBE MONÉTAIRE
DE LA ZONE EURO ENTRE LE 1^{ER} SEPTEMBRE
ET LE 20 NOVEMBRE 2000



Source: Reuters

1.1.2 Les taux d'intérêt à long terme

Dans la zone euro, les rendements des emprunts publics à long terme sont demeurés globalement stables du 1^{er} septembre au 20 novembre poursuivant ainsi la tendance observée sur les marchés obligataires de la zone euro depuis le début de l'an 2000. Ainsi, le rendement des emprunts publics à dix ans de la zone euro s'est maintenu dans les environs des 5,4%.

Bien que le rendement des emprunts publics à dix ans ait en général peu varié, on a pu remarquer certaines fluctuations suite à l'influence de divers facteurs. Parmi eux figurent notamment, le recul du taux de change de l'euro, l'influence des rendements des emprunts publics américains, une inflation dans la zone euro légèrement plus élevée que prévue ainsi que la perception accrue des marchés quant à une stabilisation de l'activité économique européenne qui est en partie induite par la flambée continue des prix pétroliers. Par ailleurs, à la suite de l'intervention concertée du 22 septembre 2000 de l'Eurosystème et des autorités monétaires des Etats-Unis, du Japon, du Royaume-Uni et du Canada en vue de soutenir l'euro, les rendements obligataires à long terme de la zone euro ont légèrement fléchi.

Les taux américains, par contre, ont connu de nettes variations pendant cette période. Au mois de septembre, les rendements des emprunts publics américains à dix ans se sont redressés de 10 points de base, s'élevant ainsi à 5,91% à la fin septembre. Suite à la hausse des rendements obligataires américains, l'écart entre les rendements obligataires européens et américains s'est légèrement creusé et a atteint environ 46 points de base fin septembre. Cette évolution a mis un terme à la tendance de resserrement de l'écart observée ces derniers mois. Outre la hausse des prix pétroliers, l'évolution des taux américains à long terme semble avoir été liée aux anticipations d'un ralentissement du rythme de rachat de titres d'Etat par rapport aux prévisions antérieures.

En octobre, alors que la stabilité des rendements des emprunts publics européens à dix ans a été maintenue, les rendements obligataires américains d'échéance comparable ont diminué. Ainsi, après avoir été en hausse continue depuis début septembre, ceux-ci ont repris leur mouvement à la baisse et se sont établis à 5,84% fin octobre. Par conséquent, l'écart entre les rendements à dix ans européens et américains s'est réduit pour atteindre un niveau d'environ 42 points de base à la fin du mois d'octobre.

En effet, suite à la forte baisse et à la volatilité accrue des marchés boursiers, les emprunts publics ont joué leur rôle de valeur de refuge. Le renforcement des anticipations d'un ralentissement économique aux Etats-Unis n'est également pas étranger à cette évolution.

Finalement, pendant le mois de novembre, le marché des emprunts publics américains a été marqué par une volatilité accrue dans un climat d'incertitude en attente du résultat final de l'élection présidentielle américaine, qui n'est toujours pas connu à la date de rédaction de ce bulletin. Force est de constater que, dans un tel environnement, les investisseurs ont tendance à se réfugier dans le marché obligataire, ce qui exerce une tension à la baisse sur les rendements des emprunts publics américains. Par conséquent, l'écart entre les rendements à dix ans européens et américains s'est réduit davantage pour atteindre un niveau d'environ 39 points de base le 20 novembre.

1.1.3 Les marchés boursiers

Du 1^{er} septembre au 20 novembre, les cours des principales bourses du monde ont enregistré des reculs considérables. Dans la zone euro, les cours de bourse mesurés par l'indice Dow Jones Euro-Stoxx ont baissé de 7,5% pendant cette période. Aux Etats-Unis, les cours de bourse mesurés par l'indice Standard & Poor's 500 ont fléchi de 11,5% au cours de la même période alors qu'au Japon l'indice Nikkei 225 a enregistré un recul de 13,8%.

La baisse des marchés boursiers américains s'explique, par une combinaison de différents facteurs. En premier lieu, les nouvelles hausses du prix du pétrole ont tempéré l'optimisme des opérateurs de marché quant aux perspectives de bénéfices des entreprises américaines. Ensuite, la vigueur du dollar, en particulier vis-à-vis de l'euro, a fait craindre aux opérateurs que la diminution de la demande étrangère adressée aux Etats-Unis n'entraîne une moindre croissance des bénéfices des entreprises exportatrices américaines. Cette influence a été particulièrement prononcée dans le secteur technologique américain pour ensuite se répercuter sur les autres secteurs du marché.

Finalement, dès la deuxième semaine du mois de novembre, les marchés ont largement évolué à la baisse dans le sillage des incertitudes autour du résultat des élections présidentielles, ces incertitudes ayant favorisé un refuge vers le marché obligataire au détriment du marché des actions.

GRAPHIQUE 3
EVOLUTION DU S&P 500



Source: Reuters

Dans un premier temps et à l'instar de ce qui s'est passé sur les autres grands marchés, la faiblesse du marché boursier japonais a été alimentée par les baisses des cours des entreprises du secteur technologique. Ensuite, à partir du mois d'octobre, le Nikkei 225 s'est replié davantage suite à

l'augmentation du nombre des faillites dans le secteur financier. Finalement, à partir de la deuxième semaine de novembre, les incertitudes politiques autour de l'impopularité croissante du Premier ministre Yoshiro Mori ont renforcé l'affaiblissement du marché boursier nippon.

GRAPHIQUE 4
EVOLUTION DU NIKKEI 225



Source: Reuters

La correction boursière constatée dans la zone euro semble avoir été en partie imputable aux effets de contagion exercés par les reculs précités sur les marchés boursiers internationaux. Comme aux Etats-Unis et au Japon, c'est principalement le secteur technologique qui a pesé sur les marchés boursiers dans la zone euro. Par ailleurs, le secteur des télécommunications a subi des révisions à la baisse de ses perspectives de bénéfices suite à la vente de licences de téléphonie mobile de troisième génération. Parallèlement, des facteurs intérieurs, notamment l'incertitude des opérateurs quant à la stabilisation du rythme d'activité économique dans la zone euro, ont certainement contribué au repli des marchés européens. En particulier, la hausse des cours du pétrole a concouru à une révision à la baisse des anticipations de profit des entreprises de la zone euro.

GRAPHIQUE 5
EVOLUTION DU DOW JONES
EURO STOXX BROAD



Source: Reuters

1.1.4 Le taux de change de l'euro

Au cours de la période du 1^{er} septembre au 20 novembre, l'euro s'est déprécié de 5,4% face au dollar américain. Depuis le début de l'année, l'euro s'est déprécié de 17% par rapport à la devise américaine. Cette évolution de la valeur externe de la monnaie unique reflète de manière persistante l'absence de considération des fondamentaux économiques, en particulier les premiers signes clairs de ralentissement de l'économie américaine. La dépréciation de l'euro a ainsi constitué une préoccupation majeure pour l'Eurosystème par les tensions inflationnistes qu'elle engendre. Ainsi, l'Eurosystème, avec la coopération des banques centrales américaine, japonaise, anglaise et canadienne, est intervenu sur le marché des changes en date du 22 septembre. Cette intervention, qui a pris les marchés par surprise, a permis à la monnaie unique de se redresser. Alors que la veille de l'intervention, la monnaie unique cotait 0,8614 en clôture, le jour de l'intervention, l'euro a atteint son cours le plus haut à 0,9022 avant de clôturer à 0,8758. En termes de durée, l'intervention a permis à l'euro de se stabiliser durant une dizaine de jours, ce qui constitue un résultat satisfaisant

en termes d'intervention sur le marché des changes. Suite à une nouvelle phase de dépréciation, l'Eurosystème est intervenu seul, à plusieurs reprises, afin de souligner l'asymétrie existant entre le cours et les fondamentaux économiques. Ces opérations, qui ne sont aucunement incohérentes avec la stratégie de politique monétaire suivie par l'Eurosystème, ont également confirmé que l'Eurosystème ne suit pas une politique de benign neglect. Après avoir atteint son cours le plus bas en clôture à 0,827 le 25 octobre, l'euro s'est redressé pour fluctuer autour de 0,86 durant les deux premières semaines de novembre.

La préoccupation ayant trait à la sous-évaluation de la monnaie unique a été implicitement soulignée dans le communiqué du G7 à Prague.

Face au yen, la monnaie unique a perdu quelque 2% du 1^{er} septembre au 20 novembre et quelque 10% depuis le début de l'année. L'appréciation du yen est à mettre en relation avec les premiers vrais espoirs de relance au Japon, essentiellement au niveau de la demande intérieure. Toutefois, les déséquilibres présents au niveau du secteur financier, illustrés avant tout par certaines faillites, ne semblent pas avoir été réellement pris en considération par les marchés.

GRAPHIQUE 6
EVOLUTION DE L'EURO CONTRE LE DOLLAR
AMÉRICAIN AU COURS DE LA PÉRIODE ALLANT
DU 1^{ER} SEPTEMBRE AU 20 NOVEMBRE 2000

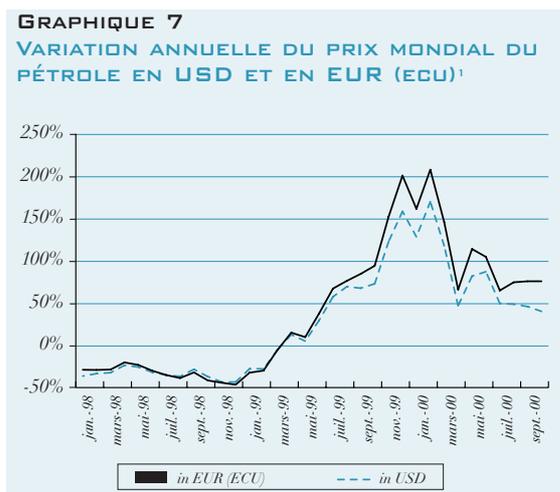


Source: Reuters

1.1.5 L'évolution des prix et des coûts

L'inflation annuelle dans la zone euro, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est revenue légèrement de 2,8% en septembre à 2,7% en octobre. La hausse de l'IPCH au cours de l'année 2000, telle qu'illustrée par le tableau ci-dessous, est liée en bonne partie tant à l'évolution des prix de l'énergie qu'à la sous-évaluation persistante de l'euro vis-à-vis des autres devises majeures. En effet, la composante énergie de l'IPCH, pondérée à presque 9%, a pesé fortement sur l'indice global de la zone euro avec des taux de variation supérieurs à 10% en rythme annuel pendant toute l'année en cours (14,5% en octobre, 15,5% en septembre et 11,9% en août 2000). L'évolution future de l'IPCH de la zone euro sera largement tributaire de l'évolution des cours du pétrole. Si ces derniers n'augmentent pas davantage, conformément aux anticipations du marché, les incidences des hausses antérieures sur les taux de variation annuels de l'IPCH disparaîtront progressivement.

L'évolution des cours du pétrole est illustrée par le graphique ci-dessous.



Source: Reuters et Banque des règlements internationaux (BRI)

L'évolution des prix des biens industriels non énergétiques, pondérés à presque 33%, est restée remarquablement stable au cours de l'année 2000 avec des variations annuelles comprises entre 0,5% et 0,8%. Il faut cependant s'attendre, avec un certain décalage, à des tensions sur les prix des produits hors énergie et des services en raison des répercussions du prix du pétrole. L'évolution de la composante biens industriels de l'IPCH a progressé à un rythme accentué pendant l'année en cours en raison de l'évolution défavorable de la sous-composante énergie qui a été décrite ci-dessus.

Les prix des produits alimentaires, pondérés à presque 21% dans l'IPCH de la zone euro, ont crû à des taux proches de 2% au cours des mois d'août, de septembre et d'octobre. Ceci représente une nette accélération par rapport aux variations annuelles observées au début de l'année 2000. Cette évolution s'explique notamment par le renchérissement des produits frais, alors que les aliments traités affichent un rythme annuel de croissance légèrement supérieur à 1% au cours des trois derniers mois.

Les prix des services, pondérés à 37,6% dans l'IPCH de la zone euro, ont connu une évolution stable au cours des dix premiers mois de l'année 2000 avec des taux de croissance légèrement inférieurs à 2% en rythme annuel. On peut cependant s'attendre, à l'image des produits industriels hors énergie, à des répercussions des hausses du prix du pétrole sur les services.

A noter que l'augmentation annuelle de l'IPCH hors énergie et aliments saisonniers a légèrement accéléré depuis le début de l'année pour atteindre en octobre, septembre et août des taux de variation annuels de respectivement 1,5%, 1,4% et 1,3%.

Tableau 1 Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

	1997	1998	1999	2000 Jan.	2000 Fév.	2000 Mars	2000 Avril	2000 Mai	2000 Juin	2000 Juil.	2000 Août	2000 Sept.	2000 Oct.
IPCH global	1,6	1,1	1,1	1,9	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	2,4	2,3	2,8	2,7
<i>dont:</i>													
Biens	1,1	0,7	0,9	2,1	2,2	2,5	1,9	2,2	2,7	2,8	2,7	3,3	3,2
Alimentation	1,4	1,6	0,6	0,4	0,6	0,4	0,6	0,8	1,2	1,6	2,0	2,1	2,0
Produits frais	1,4	1,9	0,0	-0,6	-0,1	-0,5	0,1	0,5	1,5	2,6	3,3	3,3	3,2
Alimentation hors produits frais	1,4	1,4	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,2
Produits industriels	1,0	0,1	1,0	3,1	3,1	3,6	2,6	3,0	3,5	3,3	3,0	4,0	3,8
Produits industriels hors énergie	0,5	0,9	0,6	0,7	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9
Energie	2,7	-2,6	2,4	12,1	13,6	15,3	10,2	12,0	14,5	13,4	11,9	15,5	14,5
Services	2,4	1,9	1,5	1,6	1,6	1,6	1,8	1,5	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9
IPCH global, énergie et aliments saisonniers exclus	1,5	1,4	0,9	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5

Source: EUROSTAT

Rappelons que selon l'Eurosystème «La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2% dans la zone euro». Conformément à cette définition, la stabilité des prix «doit être maintenue à moyen terme». La stabilité des prix au niveau de la zone euro n'est donc aucunement mise en cause si l'IPCH dépasse temporairement la valeur de référence de 2%. En outre, les récentes hausses des taux d'intérêt de l'Eurosystème par le Conseil des gouverneurs de la BCE, qui bien que ne pouvant remédier à court terme aux tensions dues à l'évolution des cours du pétrole et du niveau du taux de change de l'euro, permettront de contenir les tensions inflationnistes à moyen terme.

L'augmentation des coûts a continué à renchérir le processus de production dans la zone euro au cours des derniers mois.

Du côté des matières premières, c'est le prix du pétrole qui demeure historiquement élevé. Le

mécanisme de régulation automatique des prix préconisé par les pays de l'OPEP n'a pas encore su apporter une détente et le prix du baril de pétrole reste au-dessus des 30 dollars. En effet, une demande soutenue, l'approche de l'hiver, ainsi qu'un transport maritime accaparé par les capacités actuelles ont empêché une baisse des prix. Même la possibilité d'accroissements supplémentaires de la production de l'OPEP afin de diriger le prix dans la fourchette des 22-28 dollars par baril semble peu réaliste à l'égard des capacités de production limitées dans ces pays et de la spéculation qui anime les marchés pétroliers.

Les prix à la production ont continué à grimper sous l'influence du renchérissement des matières premières. Au troisième trimestre de l'année en cours leur hausse annuelle s'est chiffrée à 5,8% contre 5,2% au trimestre précédent. Les prix des biens intermédiaires ont crû de 12,3% (11,4% au trimestre précédent), tandis que les prix à la production des biens d'équipement et des biens de consommation ont augmenté de manière modérée,

de respectivement 0,7% et de 1,7% lors des mois de juillet à septembre, contre 0,6%, respectivement 1,4% lors des mois d'avril à juin.

Les coûts salariaux ont connu des accroissements relativement modestes n'entraînant pas une dégradation de la rentabilité des entreprises. La rémunération par tête a augmenté de 1,8% sur base annuelle au deuxième trimestre contre 2,3% au premier trimestre. Les coûts salariaux unitaires n'ont, par conséquent, progressé que de 0,5% lors du deuxième trimestre, un taux stable par rapport au trimestre précédent.

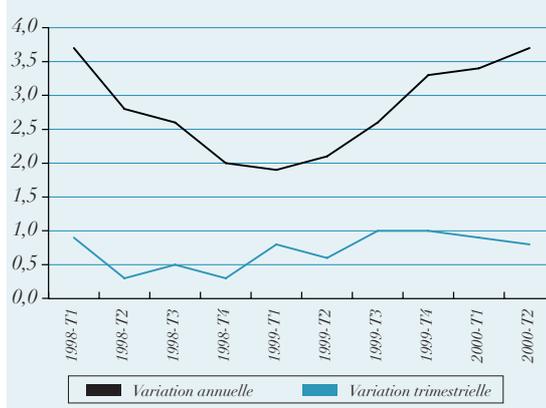
1.1.6 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail

La première révision par EUROSTAT des estimations relatives à la croissance dans la zone euro au deuxième trimestre de l'année en cours avait dressé l'image d'une économie dont la croissance était à la fois forte et stable depuis une année. Les taux de croissance trimestriels (désaisonnalisés) s'élevaient à 0,9% du troisième trimestre 1999 jusqu'au deuxième trimestre de l'an 2000 compris. La croissance réelle estimée du PIB, en variation annuelle, s'élevait à 3,6% pour le premier semestre de 2000 et même à 3,7% pour le seul deuxième trimestre.

Pourtant, suite à la révision la plus récente des chiffres, l'image a changé et il semble que la reprise conjoncturelle a déjà réalisé un pic bien avant la fin du premier semestre. En effet, selon les

nouvelles estimations, les taux de croissance trimestriels ont été de 1,0% (au lieu de 0,9%) pendant la seconde moitié de 1999, avant de s'affaiblir pour atteindre 0,9% pendant les trois premiers mois de 2000. Au deuxième trimestre, la croissance n'atteindrait plus que 0,8%.

GRAPHIQUE 8
VARIATION DU PIB RÉEL DE LA ZONE EURO



Source: EUROSTAT

Pour la seconde moitié de 1999, les révisions à la hausse sont surtout dues à une sous-estimation initiale des exportations nettes. Quant à la révision à la baisse relative au deuxième trimestre 2000, celle-ci est surtout due à une demande domestique plus faible que les estimations initiales ne l'indiquaient. A l'intérieur de la demande domestique, c'est la révision à la baisse de la consommation privée (de 0,9% à 0,7%) qui a eu l'impact le plus fort.

Tableau 2 Evolution du PIB réel de la zone euro et de ses composantes

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

Source: EUROSTAT

Cette décélération est cependant loin d'être un signe indubitable d'une baisse cyclique marquée à l'avenir. Ainsi, en variation annuelle, la croissance a continué à s'accélérer au deuxième trimestre (+3,7%) par rapport aux périodes précédentes (voir tableau). La consommation publique, les investissements et, dans une moindre mesure, les échanges internationaux se sont quelque peu ralentis en variation annuelle, tandis que la consommation privée a continué à s'accélérer. Les facteurs influant la croissance de la zone euro à moyen et à long terme sont généralement jugés comme étant toujours favorables – surtout les facteurs domestiques. Au lieu d'un ralentissement sévère, il semble plus probable à l'heure actuelle que l'activité économique entre dans une phase de croissance à vitesse plus soutenable.

Les indicateurs à court terme pour le troisième trimestre de l'année en cours ne semblent en effet pas laisser présager un revirement important de l'économie de la zone euro.

La production industrielle connaît certes un ralentissement de la croissance en raison de l'effet de base qui exerce un effet défavorable, mais son niveau reste élevé. La progression en glissement annuel se chiffre à 5,1% au cours des mois de juin à août, contre 6,5% au cours des mois de mars à mai. Pour les mois à venir, la situation ne devrait pas s'aggraver. Les enquêtes de conjoncture révèlent toujours un sentiment général optimiste auprès des chefs d'entreprises. Bien que l'indicateur de confiance pour l'industrie n'ait plus atteint son sommet de juin 2000, son recul est limité. En effet, comparé aux années 1990-1999, le niveau de l'indicateur reste à un niveau très élevé pour les pays de la zone euro. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a pour sa part augmenté pour la cinquième fois consécutive en octobre et se rapproche de son niveau maximum absolu atteint en 1990. Globalement, les différents indices permettent de conclure à une stabilisation de l'activité économique à un niveau élevé au troisième trimestre.

Les prévisions récentes publiées par les organismes internationaux maintiennent la conjoncture au beau fixe jusque fin 2002. La Commission Européenne estime que le taux de croissance annuel du PIB réel pour la zone euro ne devrait pas descendre en dessous des 3%. Pour l'année en cours, la croissance serait même de 3,5%. Une demande interne très forte ainsi qu'une demande internationale soutenue seraient à l'origine de cette performance. L'impact des hausses du prix du pétrole sur la croissance serait relativement moins important que dans le passé en raison d'une moindre dépendance de la zone euro sur cette matière première. La Commission Européenne chiffre la perte de croissance à respectivement 0,2 et 0,3 point de pourcentage pour 2000 et 2001.

Les risques liés aux prévisions de la croissance économique sont orientés à la baisse. Ceci est le résultat du risque potentiel de cours plus élevés du pétrole, de l'impact plus négatif que prévu des cours du pétrole sur la croissance de l'économie mondiale, de la possibilité d'une décélération plus prononcée de la croissance économique aux Etats-Unis, et de la possibilité d'une croissance économique inférieure aux prévisions au sein de la zone euro.

Dans un environnement globalement propice, l'emploi au niveau de la zone euro continue sa progression. La croissance annuelle du nombre de personnes exerçant une activité professionnelle est estimée à 2,1% pour le deuxième trimestre, ce qui constitue une accélération par rapport au trimestre précédent (+1,8% en variation annuelle) et par rapport à la moyenne de 1999 (+1,8% également). D'un trimestre à l'autre, la croissance de l'emploi est restée constante à 0,6% pendant la première moitié de l'an 2000. Dans certains Etats membres de la zone euro, un manque de main d'œuvre se fait remarquer et on semble se rapprocher du taux

de chômage structurel. On observe une baisse du taux harmonisé (et ajusté pour les variations saisonnières) à 9,0% en septembre pour la totalité de la zone euro. Cette évolution s'inscrit dans un contexte d'amélioration continue de la situation: le chômage a été de 10,7% en septembre 1998 et de 9,8% un an après. Le taux le plus bas reste celui du Luxembourg (2,1%)¹, puis viennent les Pays Bas (2,7% en août) et l'Autriche (3,2%). Les taux les plus élevés restent ceux de l'Espagne (14,4%) et de la Finlande (9,7%).

1.1.7 Le commerce extérieur

L'excédent du commerce extérieur de la zone euro se chiffre à 6,9 milliards d'euros pour les huit premiers mois de l'année 2000, comparé à un excédent de 37,9 milliards d'euros en 1999 pour la période correspondante.

Cette dégradation de l'excédent résulte d'une croissance des importations en valeur plus importante que celle des exportations. Les importations ont augmenté de 29% en rythme annuel au cours des huit premiers mois de 2000, tandis que les exportations ont crû de 21%. Le commerce entre les pays de la zone euro n'a, quant à lui, progressé en valeur que de 15%.

La croissance en volume des importations est plus faible que celle des exportations, à l'inverse des données en valeur. En volume, les importations ont progressé de 9% et les exportations de 17% sur une base annuelle au cours des sept premiers mois de 2000.

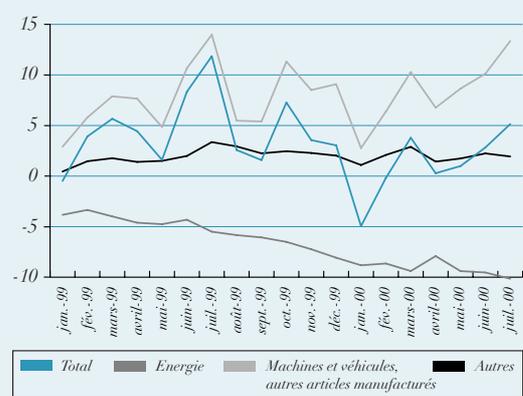
La baisse de l'euro et l'augmentation du prix du pétrole introduisent un effet prix sur le commerce extérieur de la zone euro. La baisse de l'euro par rapport au dollar de 15% entre août 1999 et août 2000 introduit un effet prix direct sur les importations libellées en dollars. De plus, la hausse du prix du

¹ Le taux établi selon la définition harmonisée diffère du taux calculé selon le concept national.

pétrole de 50% (en dollars) entre le troisième trimestre 1999 et le troisième trimestre 2000 a eu des conséquences importantes sur les importations énergétiques.

Sur les sept premiers mois de l'année 2000 le déficit des produits énergétiques de la zone euro s'élève à 64 milliards d'euros contre 30 milliards d'euros pour la même période en 1999. Ce déficit est quelque peu compensé par l'amélioration, d'une part, de l'excédent des produits chimiques qui atteint 30 milliards d'euros pour les sept premiers mois de 2000 contre 24 milliards d'euros pour la période correspondante de 1999, et d'autre part, du surplus des machines et véhicules, qui se chiffre à 52 milliards d'euros pour les sept premiers mois de 2000 contre 46 milliards d'euros pour la période correspondante de 1999. Cette progression tient en partie de l'amélioration de la compétitivité des exportations du fait de la dépréciation de l'euro.

GRAPHIQUE 9
SOLDE DU COMMERCE EXTÉRIEUR
(EN MILLIARDS D'EUROS)



Source: EUROSTAT

1.1.8 La balance des paiements

1.1.8.1 Le compte des transactions courantes

Le déficit du compte des transactions courantes de la zone euro continue à se dégrader. Sur les huit premiers mois de l'année 2000, le déficit atteint

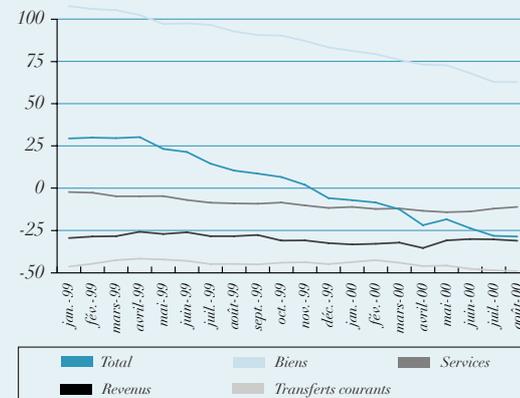
19 milliards d'euros en comparaison d'un excédent de 4 milliards d'euros pour la période correspondante de 1999.

Cette dégradation résulte de la baisse du solde des biens qui s'élève à 37 milliards d'euros pour les huit premiers mois de l'année 2000 contre 57 milliards d'euros pour la même période de 1999. Entre ces deux périodes, les recettes ont crû de 20% et les dépenses de 27%.

Sur ces mêmes périodes, le déficit des services, voisin de 6 milliards d'euros, s'améliore très légèrement, les recettes augmentant légèrement plus vite que les dépenses (10% contre 9%). Le redressement des revenus de 1 milliard d'euros est le fait de l'amélioration des revenus des investissements directs et de portefeuille, qui est quelque peu compensé par le repli des revenus des autres investissements. Les recettes provenant des revenus d'investissements ont augmenté de 11% et les dépenses de 9% en variation annuelle au cours des huit premiers mois de l'année 2000.

Le déficit des transferts courants se creuse de 4 milliards d'euros en raison de la seule augmentation des dépenses de 6% sur ces mêmes périodes.

GRAPHIQUE 10
SOLDE DU COMPTE COURANT:
CUMUL SUR 12 MOIS (EN MILLIARDS D'EUROS)



Source: BCE

1.1.8.2 Le compte de capital

Le compte de capital qui comporte les transferts de capital (par exemple les versements de l'Union européenne aux Etats membres) et les acquisitions et cessions d'actifs non produits (par exemple les ressources naturelles et les brevets), atteint un solde de 5,7 milliards d'euros sur les huit premiers mois de l'année 2000, en comparaison à 7,5 milliards sur la période correspondante de l'année 1999.

1.1.8.3 Le compte financier

Le compte financier fait apparaître des placements nets à l'étranger de 4 milliards d'euros en août 2000 et de 48 milliards d'euros sur les huit premiers mois de l'année en cours. Le solde était débiteur de 35 milliards d'euros sur les huit premiers mois de 1999.

Le solde des investissements directs est débiteur de 48 milliards d'euros en août 2000. Toutefois, il reste créditeur de 72 milliards d'euros sur les huit premiers mois de l'année, en raison d'une opération importante d'investissement direct sur une entreprise résidente de la zone euro au début de l'année. Sur les huit premiers mois de l'année 1999, le solde était débiteur de 74 milliards d'euros.

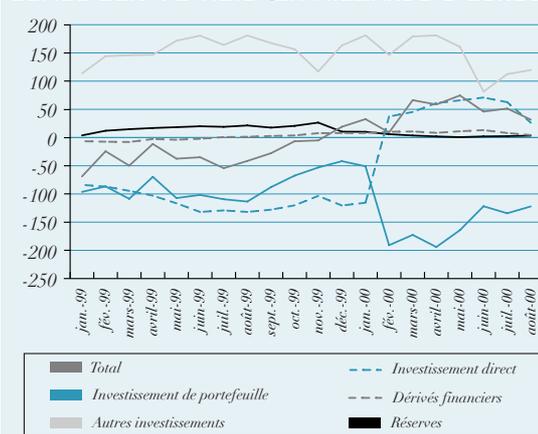
Le solde des investissements de portefeuille est créditeur de 15 milliards d'euros en août 2000. Ce flux entrant résulte d'achats nets par les non-résidents de titres de créance (obligations, bons du trésor, instruments du marché financier) émis dans la zone euro supérieurs aux achats nets par les résidents de la zone euro de titres de créance émis en dehors de la zone euro. Les opérations en capital sont pour leur part équilibrées: les achats nets de titres de participation (actions, parts, certificats de participations etc.) étrangers par des résidents de la zone euro de 17 milliards ont été compensés par des achats de titres de participation émis dans la zone euro par des non-résidents.

Néanmoins, ce solde des investissements de portefeuille est débiteur sur les huit premiers mois de

l'année de 131 milliards d'euros. L'opération d'investissement direct dans la zone euro précédemment citée, a été compensée par des sorties de capitaux. Les actions de la société ayant fait l'objet de l'investissement direct, détenues par les non-résidents de la zone euro ont été échangées pour des actions d'une société non-résidente, et par conséquent des sorties de capitaux ont été enregistrées comme une vente d'actions émises dans la zone euro dans le compte des investissements de portefeuille. Quant à celles détenues par les résidents de la zone euro et qui ont été échangées, elles ont été enregistrées, dans ce même compte, comme un achat d'actions étrangères.

Les autres investissements (prêts, crédits commerciaux, dépôts etc.) enregistrant des flux entrants de 26 milliards en août 2000 atteignent 100 milliards sur les huit premiers mois de l'année contre 143 milliards en 1999 sur la même période.

GRAPHIQUE 11
SOLDE DU COMPTE FINANCIER:
CUMUL SUR 12 MOIS (EN MILLIARDS D'EUROS)



Source: BCE

- (1) Un solde négatif au débiteur indique un flux sortant de la zone euro et un solde positif au créditeur un flux entrant.
- (2) Depuis le 1^{er} janvier 1999, les avoirs de réserve n'incluent plus les avoirs de réserves détenus par les pays de la zone euro sur ces mêmes pays de la zone euro.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 Les prix et les coûts

L'inflation au Luxembourg, telle que mesurée par l'Indice des prix à la consommation national (IPCN), est passée de 0,51% en rythme annuel en février 1999 à 3,45% en octobre 2000, après s'être établie à 3,42% en septembre 2000. Cette évolution néfaste est avant tout due aux effets combinés de deux facteurs externes, en l'occurrence, la hausse des prix du pétrole et la sous-évaluation persistante de l'euro vis-à-vis des autres grandes devises. En effet, les prix des produits pétroliers, qui sont pondérés à 37,6 pour mille, ont affiché une progression annuelle de 32,9% en octobre, après un taux de 31,6% en septembre.

Une mesure qui permet d'éliminer partiellement ces effets externes est l'inflation sous-jacente telle que calculée par le Statec². Celle-ci permet de mieux suivre l'inflation issue du processus économique par l'exclusion des biens dont les prix sont les plus volatils. Cette mesure de l'évolution des prix à la consommation a progressé en passant de 1,08% en février 1999 à 1,96% en octobre 2000 (version IPCN). Cette hausse préoccupante s'explique par l'impact des tranches indiciaires récentes, par le dynamisme de la conjoncture, ainsi que par des répercussions des hausses du prix du pétrole sur les prix des autres biens et services. On peut mentionner à titre d'exemple que les prix des services ont progressé de 2,2% en rythme annuel en octobre (après un taux de 2,6% en septembre), alors que ce sous-indice a crû d'environ 1% sur une base annuelle au début de l'année 1999.

L'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a connu une évolution encore plus spectaculaire en s'envolant de 0,51% en février 1999 à 4,23% au premier octobre 2000 (septembre 2000: +4,20%).

La variation de l'IPCN a été moins prononcée que celle de l'IPCH, puisque les produits ayant contribué à la flambée de l'inflation, en l'occurrence les produits pétroliers, sont pondérés plus faiblement dans l'IPCN.

L'IPCN se prête mieux que l'IPCH à analyser l'évolution des prix à la consommation au Luxembourg. En effet, l'IPCN a l'avantage de se limiter à la seule consommation des résidents sur le territoire national, reflétant ainsi mieux la consommation réelle des ménages résidents. De plus, c'est l'IPCN (raccordé à la base 1^{er} janvier 1948) qui est utilisé comme référence pour l'application de l'échelle mobile des salaires, des traitements et des prestations sociales.

L'IPCH quant à lui est utilisé comme référence dans la politique monétaire de l'Eurosystème. De plus, cet indice harmonisé met l'accent, entre autres, sur la comparabilité entre les indices des différents pays. Il a donc été utilisé dans le cadre des comparaisons internationales qui suivent ci-dessous. Tout en sachant que l'évaluation de la compétitivité de l'économie nationale ne peut se borner à une simple analyse des différentiels des taux de variation annuels de l'IPCH avec nos principaux partenaires commerciaux, il faut souligner le lien entre l'évolution des prix à la consommation et la compétitivité qui est particulièrement important au Luxembourg en raison de l'indexation automatique des salaires, des traitements et des prestations sociales.

Le phénomène d'accélération de l'inflation est d'autant plus inquiétant qu'il a été bien plus net au Luxembourg qu'ailleurs dans la zone euro au point de mener à un renversement de positions relatives: alors que l'inflation luxembourgeoise avait,

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

en général, tendance à évoluer plus lentement que la moyenne de la zone euro, elle progresse à un rythme supérieur depuis le deuxième trimestre de 1999. En effet, l'inflation annuelle d'octobre 2000 dans la zone euro, telle que mesurée par l'IPCH, a été de 2,7%, ce qui implique un différentiel de 1,6% en défaveur du Luxembourg³. A noter dans ce contexte que seule l'Irlande, avec un taux annuel de 6,0%, a connu une inflation plus élevée en octobre 2000 que le Luxembourg. Le graphique ci-dessous indique que le rythme d'évolution récent de l'IPCH total et de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires saisonniers a été plus rapide au Luxembourg qu'au niveau de la zone euro.

GRAPHIQUE 12
DIFFÉRENTIEL DE L'INFLATION ANNUELLE
DES PRIX À LA CONSOMMATION ENTRE LE
LUXEMBOURG ET LA ZONE EURO



Source: EUROSTAT

Les creux exceptionnels du différentiel de janvier et juillet 1999 ont été fortement influencés par la première prise en compte des soldes dans l'IPCH du Luxembourg.

La comparaison internationale du rythme de hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires saisonniers permet de neutraliser des «chocs

asymétriques» tels que celui de la hausse des prix du pétrole. Le graphique ci-dessus illustre une détérioration au Luxembourg en ce qui concerne le différentiel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires saisonniers par rapport à la zone euro. La dégradation du différentiel d'inflation par rapport à la zone euro n'est donc pas exclusivement liée au fait que les prix des produits pétroliers au Luxembourg fluctuent plus en fonction du prix du brut que dans d'autres pays. Le différentiel s'explique également par des facteurs internes à l'économie luxembourgeoise. Un examen du différentiel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires saisonniers entre le Luxembourg et ses principaux partenaires commerciaux, qui sont nos pays limitrophes, est plus alarmant que la comparaison avec l'ensemble de la zone euro puisque ces pays affichent des performances supérieures à la moyenne de la zone euro en matière d'inflation des prix à la consommation. En octobre, les différentiels de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires saisonniers ont été de 1,3%, 1,2% et 0,7% pour respectivement l'Allemagne, la France et la Belgique. La poursuite de la modération salariale est importante dans ce contexte préoccupant pour favoriser le retour à des taux d'inflation compatibles avec la stabilité des prix et pour préserver de la sorte la compétitivité de l'économie luxembourgeoise.

Les prix à la production des produits industriels ont augmenté moins vite au troisième trimestre que lors des deux trimestres précédents. En glissement trimestriel, l'accroissement ne se chiffre plus qu'à 0,8% contre 1,1%, respectivement 2,9% lors des deux trimestres précédents. Sur une base annuelle, le taux de croissance trimestriel des prix à la production est de 6,1%, contre 5,8% pour le deuxième trimestre. La hausse provient toujours des

³ Ce différentiel avec la zone euro, qui est structurel, réside en grande partie, dans la plus forte sensibilité des prix luxembourgeois aux prix du pétrole brut et ce pour plusieurs raisons. D'abord, le poids des produits énergétiques dans l'IPCH est le plus fort au Luxembourg: 12,08% comparé à un poids de 8,99% pour la zone euro. Ensuite, la sensibilité des prix des produits énergétiques destinés à la consommation par rapport aux prix mondiaux du pétrole est également la plus forte au Luxembourg en raison d'une taxation fixe plus faible. Voir l'étude sur «L'accélération de l'inflation au Luxembourg» publiée dans le Bulletin 2000/1 de la BCL pour une analyse plus détaillée.

prix des biens intermédiaires qui, sous l'impact du prix du pétrole, augmentent de 8,4%. La variation des prix à la production des biens de consommation et des biens d'équipement reste relativement modérée. Au cours des prochains mois, cette hausse des prix à la production pourrait continuer si les entreprises répercutaient les hausses du prix du pétrole sur leurs prix de ventes. Rappelons que ce n'est qu'en septembre que le prix du pétrole exprimé en euros avait atteint un nouveau maximum. Cette poussée à la hausse des taux de variation annuels des prix à la production industrielle devrait cependant être amoindrie par un effet de base qui commence à exercer son effet.

Du côté rémunération du travail, les hausses salariales élevées viennent renchérir le coût de production des entreprises. Le mécanisme de l'indexation automatique fera augmenter à lui seul le coût de la main d'œuvre de 2,71% en 2000. Les accords salariaux négociés exerceront un effet supplémentaire à la hausse. En tout, la rémunération par tête a augmenté de 4% au cours du premier semestre 2000, par rapport à la même période de l'année précédente, un taux qui devrait être révisé à la hausse pour tenir compte de l'accord salarial du secteur public appliqué rétroactivement. En 2000, la hausse de la rémunération par tête risque donc d'être la plus élevée depuis ces dernières années et pourrait se rapprocher des 5% en rythme annuel. Une dégradation de la compétitivité de l'économie luxembourgeoise via une hausse plus importante des coûts salariaux unitaires que ceux de nos pays voisins risque d'entraver l'activité économique.

1.2.2 L'économie réelle

1.2.2.1 Industrie et construction

La croissance dans le secteur de l'industrie est toujours de mise au début du deuxième semestre selon les indicateurs à court terme. Alors que les taux de croissance annuels sont en repli en raison de l'effet de base, le niveau de l'activité économique reste très élevé. Le premier semestre s'est ainsi caractérisé par sa croissance exceptionnelle de 7,7% pour la production par jour ouvrable et de 8,9% pour le chiffre d'affaires. Au niveau des branches, les biens intermédiaires connaissent les plus fortes progressions au cours des derniers mois. L'industrie sidérurgique n'y est pas étrangère puisque sa production par jour ouvrable a augmenté de 8% au cours des huit premiers mois de l'année en glissement annuel. Remarquons aussi que le groupe ARBED a réalisé au cours du premier semestre des résultats historiques. Profitant d'une demande internationale d'acier élevée couplée à une hausse des prix de vente et une faiblesse de l'euro, l'ARBED a réalisé une hausse de son chiffre d'affaires de 45%.

Au deuxième semestre on devrait plutôt assister à une stabilisation du niveau de production dans l'industrie. La durée de production assurée et le degré d'utilisation des capacités de production affichent une légère baisse au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent. L'indicateur de confiance du secteur s'est aussi replié depuis son sommet de mars 2000. Aussi bien les commandes que les perspectives pour l'avenir affichent un recul. Bien que la situation globale demeure positive, un affaiblissement de l'activité se profile à l'horizon.

Tableau 3 Production par jour ouvrable dans l'industrie (variations annuelles en pourcentage)

	97	98	99	T4-99	T1-00	T2-00	Juin	Juillet	Août
Industrie – Total	5,8	8,1	3,0	6,4	9,6	5,9	6,7	5,5	-1,7
Energie	-1,0	3,9	-2,2	8,5	8,1	4,9	3,3	24,4	1,3
Biens d'équipement	-0,8	15,4	10,6	19,7	-2,7	-3,7	10,5	-10,7	-36,3
Biens intermédiaires	6,5	2,3	4,8	9,6	13,8	9,1	6,4	10,1	7,6
Biens de consommation non durables	11,6	14,5	-3,7	-7,3	7,5	5,3	4,9	0,9	3,5

Source: STATEC

Par contre, le secteur de la construction ne montre toujours pas de signes d'épuisement selon les indicateurs à court terme. Favorisé par la situation économique générale très favorable (chômage faible, forte croissance de l'emploi), ainsi que par les travaux d'infrastructure du gouvernement, le secteur a poursuivi son expansion aux deuxième et

troisième trimestres de l'année. Le chiffre d'affaires et la production par jour ouvrable augmentent respectivement de 11,6% et de 2,3% en glissement annuel au deuxième trimestre. Au niveau des branches, aussi bien le génie civil que le bâtiment profitent de la bonne portée de l'économie luxembourgeoise.

Tableau 4 *Chiffre d'affaires dans le secteur de la construction (variations annuelles en pourcentage)*

	97	98	99	T4-99	T1-00	T2-00	Juin	Juillet	Août
Construction – Total	-6,8	8,0	8,5	13,2	23,7	11,6	13,1	18,3	46,7
Génie civil	-0,2	5,5	16,5	37,2	34,4	18,9	30,0	30,5	50,4
Bâtiment	-12,9	10,6	0,3	-10,7	14,3	3,7	-5,6	4,2	41,3

Source: STATEC

La conjoncture favorable devrait perdurer au cours des prochains mois. A court terme, l'indicateur de confiance du secteur indique toujours un sentiment très optimiste auprès des entrepreneurs. La durée d'activité assurée en termes de mois est en plus à son niveau record. A moyen terme, la demande au secteur devrait être favorisée par la forte croissance de l'emploi associée à la pénurie des bâtiments résidentiels et des bureaux.

1.2.2.2 Commerce et immatriculations de voitures

Selon les indicateurs à court terme, le commerce a vu progresser son chiffre d'affaires sous l'influence d'une hausse considérable des volumes et des prix. La hausse de 12% au premier semestre est essentiellement attribuable au commerce de gros qui tire profit de la hausse des prix des matières premières et des produits manufacturés. Le commerce de détail ne croît que lentement et ses résultats restent derrière ceux enregistrés au cours des années précédentes.

La hausse des nouvelles immatriculations de voitures est aussi moins prononcée que lors des deux années précédentes. Sur les dix premiers mois de

l'année, la hausse se chiffre à 3,3% contre respectivement 13,1% et 14% au cours de la même période des deux années précédentes.

1.2.2.3 Services financiers et autres services marchands

Le secteur phare de l'économie luxembourgeoise en 2000 devrait de nouveau être le secteur financier. En effet, les résultats des banques pour les neuf premiers mois de l'année font état d'une croissance remarquable des profits et l'année 2000 devrait devenir une nouvelle année record pour la place financière. La section 1.2.3 – le secteur financier – traite en détail des résultats et des performances du secteur bancaire.

Quant aux autres services marchands, ils se sont distingués par une contribution à la croissance importante en 1999. La valeur ajoutée brute du secteur des transports et télécommunications affichait par exemple une croissance de 28% en 1999. Or, au Luxembourg, il n'existe guère des indicateurs à court terme, que ce soit sur base mensuelle ou trimestrielle, qui permettraient une analyse conjoncturelle plus détaillée de ces secteurs.

1.2.2.4 Prévisions macro-économiques

Globalement, l'économie luxembourgeoise connaît une phase de croissance extraordinaire. Cette situation est d'autant plus réjouissante que les perspectives restent favorables. Selon la Commission Européenne et l'OCDE, le taux de variation annuel du PIB avoisinerait les 8% en 2000, contre 7,5% en 1999. Pour les années prochaines, l'économie devrait ralentir légèrement tout en affichant des taux de croissance entre 5,5% et 6,5%. Tandis que

le commerce extérieur serait favorisé par un environnement international propice, la consommation privée devrait s'accélérer sur base des réductions fiscales accordées aux ménages. Quant au marché du travail, la croissance annuelle de l'emploi décélérerait à 4%. En termes de croissance, le Luxembourg connaît un développement plus favorable que les pays voisins. Parmi les Etats membres de l'Union Européenne, il n'y a que l'Irlande qui devrait connaître une progression plus importante sur les années à venir.

Tableau 5 *Prévisions macro-économiques pour le Luxembourg (variations annuelles en pourcentage)*

	Commission Européenne				OCDE		
	1999	2000	2001	2002	2000	2001	2002
PIB	7,5	7,8	6,5	6,0	8,1	6,2	5,5
Consommation privée	4,1	3,6	5,0	5,0	3,5	5,5	5,0
Investissement	26,6	-1,7	5,7	4,8	0,1	3,2	4,0
Consommation publique	12,8	4,0	3,8	3,6	3,9	3,6	3,6
Exportations	7,9	12,2	9,6	9,1	15	10	8,3
Importations	11,2	8,0	8,8	8,5	11,2	9,3	8,0
Emploi	5,0	5,5	4,5	4,1	na	na	na

Source: Commission Européenne et OCDE

1.2.2.5 Le marché du travail

Au troisième trimestre, la variation annuelle de l'emploi total intérieur aurait été de 5,4% selon les statistiques de l'ADEM. Cette croissance serait due à l'entrée continue de nouveaux frontaliers sur le marché de l'emploi ainsi qu'à une progression stable de l'emploi national. Le nombre de frontaliers entrants devrait avoir dépassé les 90 000 en septembre, menant ainsi l'emploi total intérieur à plus de 267 000 personnes. Depuis décembre 1999, quelque 15 200 emplois auraient été créés

(nets), dont 37% environ seraient occupés par des résidents. Vu la faible évolution de l'emploi indépendant, l'emploi salarié, en progression de plus de 5,9% en octobre, est à la source de la croissance de l'emploi. C'est le secteur des banques qui reste particulièrement dynamique et qui a connu une augmentation de ses effectifs à concurrence de 7,9% (+ 1 646 personnes)⁴ en variation annuelle au troisième trimestre.

Du côté du chômage, l'image n'a que peu changé depuis le mois de juillet. Le taux de chômage strict

⁴ En faisant abstraction des PSF.

reste inférieur de 0,2 point de pourcentage à la valeur observée pendant l'année précédente. Pour le reste, le chômage suit le mouvement saisonnier normal, qui a mené, au mois de septembre, à une augmentation du taux dû à l'inscription auprès de l'ADEM de jeunes ayant terminé leurs études, phénomène observé chaque année. Ainsi le taux de chômage, excluant les personnes «en mesure» atteint 2,6% en octobre, ce qui correspond à 4 895 personnes inscrites à l'ADEM. Le chômage désaisonnalisé n'a que très peu varié depuis le mois de janvier. Par rapport à 1999, le recul du nombre de chômeurs (-395 personnes en moyenne sur les dix premiers mois de l'année) est pour 47% dû à l'évolution des mesures spéciales pour l'emploi. Le nombre de personnes bénéficiant d'une telle mesure avait connu une forte croissance durant le premier trimestre de l'année en cours, mais leur évolution a été plutôt faible depuis lors. En octobre, leur nombre a de nouveau crû fortement et ils sont presque 2000 à bénéficier d'une mesure pour l'emploi. La prise en compte des personnes en mesure lors du calcul du taux de chômage (dit alors «au sens large») augmente ce taux de 1,0 point de pourcentage à 3,6%.

GRAPHIQUE 13
TAUX DE CHÔMAGE AU SENS LARGE (L)
ET AU SENS STRICT (S)



Source: STATEC, IGSS, ADEM

1.2.3 Le secteur financier

1.2.3.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

Le mouvement de concentration dans le secteur bancaire s'est également poursuivi au cours du second semestre de l'année en cours. Face à une seule création d'un établissement de crédit nouveau, on notera une liquidation ainsi que deux fusions dont l'une a impliqué quatre établissements de crédit.

La rationalisation des activités dans le secteur bancaire a dès lors engendré une baisse nette de quatre unités du nombre des établissements de crédit, passant de 207 unités au 30 juin 2000 à 203 unités au 20 novembre de l'année en cours.

1.2.3.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

La somme des bilans des institutions financières monétaires s'est élevée à 719 896 millions d'euros au 30 septembre 2000 contre 648 864 millions d'euros au 31 décembre 1999, soit une hausse de 10,95%.

Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de septembre 1999 à septembre 2000, la somme des bilans est en progression de 17,13%. Outre le développement favorable de l'environnement économique, cette croissance s'explique également par l'évolution favorable du cours du dollar américain par rapport à l'euro.

1.2.3.3 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

La somme des bilans des établissements de crédit s'est élevée à 650 087 millions d'euros au 30 septembre 2000 contre 598 459 millions d'euros au 31 décembre 1999, soit une hausse de 8,63%.

Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de septembre 1999 à septembre 2000, la somme des bilans est en progression

de 13,79%. Cette croissance s'explique surtout par une augmentation très nette des créances et du portefeuille-titres à l'actif ainsi que des dettes envers la clientèle et des dettes représentées par un titre.

A la suite d'un net ralentissement du taux de croissance des créances sur la clientèle au cours du second trimestre de l'année en cours, les mois d'août et de septembre 2000 se caractérisent à nouveau par des taux de croissance élevés. Au cours du mois de septembre 2000, les créances sur la clientèle ont de nouveau montré un taux de croissance annuel de 19,56% par rapport à septembre 1999, soit un taux identique à ceux observés au cours des quatre premiers mois de l'année en cours. Au 30 septembre 2000, l'encours des créances sur la clientèle s'est élevé à 133 985 millions d'euros, contre 112 064 millions d'euros à la même date de l'année précédente.

Au niveau des créances sur la clientèle, on constate une stabilisation à un niveau élevé de la demande de prêts destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg. Les renchérissements successifs du crédit par les hausses consécutives des taux d'intérêt dans la zone euro ont provoqué un ralentissement du niveau de la demande de crédits destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg. Au cours du troisième trimestre de l'année en cours, le montant des crédits nouvellement accordés pour le financement d'immeubles situés au Luxembourg s'est élevé à 582 milliards d'euros, soit un montant total légèrement supérieur au montant accordé au troisième trimestre de l'année précédente. Ce montant total est cependant à nuancer puisque le montant des prêts nouvellement accordés au secteur résidentiel s'élève à 391 milliards d'euros, soit quelque 91% du montant accordé au cours du troisième trimestre de l'année 1999. Le recul, bien que léger, des crédits immobiliers octroyés au secteur résidentiel durant le troisième trimestre de l'année doit certainement être mis en relation avec l'augmentation des taux d'intérêt intervenus depuis le

début de l'année en cours. Remarquons finalement que l'évolution favorable du montant total des crédits accordés s'explique essentiellement par les crédits accordés au secteur non-résidentiel.

Les créances interbancaires, en baisse durant la majeure partie de l'année 1999, augmentent de 8,87% en glissement annuel, confirmant ainsi le trend positif observé durant le premier semestre de cette année. L'augmentation en chiffres absolus des créances sur les établissements de crédit de 25 322 millions d'euros, s'inscrit dans la logique des développements observés dans les principaux centres financiers, où le besoin accru de fonds par des entreprises européennes, notamment dans le secteur des télécommunications, a entraîné une forte accélération de l'activité sur le marché interbancaire à la suite du rapatriement de fonds par des banques internationales. En termes relatifs, les créances sur les établissements de crédits représentent désormais 47,78% du total bilantaire et les créances sur la clientèle 20,60%, ce qui correspond aux chiffres observés au cours du premier trimestre.

Le portefeuille des effets et des valeurs mobilières à revenu fixe, qui compte pour environ un quart des actifs dans le bilan des banques, affiche un taux de croissance annuel de 12,69%, soit une augmentation de 17 726 millions d'euros au cours des douze derniers mois.

Du côté passif, les dettes envers les établissements de crédit augmentent de 6,88% en glissement annuel alors que les dépôts des clients augmentent de 19,18%. Le passif interbancaire représentait en septembre de l'année en cours 46,06% du total de la somme des bilans des banques luxembourgeoises et les dettes envers la clientèle 34,75%. Notons encore que les dettes représentées par un titre augmentent de près de 24,31% en glissement annuel et représentent désormais 8,75% du total bilantaire. La légère hausse de refinancement par l'émission de titres peut

notamment s'expliquer par le démarrage des activités des premières banques d'émission de lettres de gage pour lesquelles l'émission de titres constitue une des principales sources de refinancement.

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

Les dernières données disponibles sur l'évolution de l'emploi confirment la bonne santé du secteur financier luxembourgeois. Au cours des neuf premiers mois de l'année en cours, le secteur financier a témoigné d'une augmentation nette de 1 787 emplois, soit une croissance de l'emploi de 7,45% par rapport au 31 décembre 1999. Comme le taux de croissance de l'emploi dans le secteur financier dépasse nettement celui de l'économie prise dans son ensemble, l'emploi dans le secteur financier représente dorénavant 9,7% de l'emploi intérieur total, contre 9,5% au 31 décembre 1999.

En chiffres absolus, l'emploi dans le secteur financier s'élève fin septembre 2000 à 25 772 personnes ce qui représente une hausse de 2 154 unités ou encore 9,12% par rapport au 30 septembre 1999.

En ce qui concerne plus particulièrement l'emploi dans les établissements de crédit, on constatera que les fusions bancaires intervenues au cours des neuf premiers mois de l'année en cours n'ont guère affecté le rythme de croissance élevé de l'emploi dans le secteur bancaire. De façon générale l'augmentation de l'effectif dans le secteur bancaire durant les douze derniers mois trouve son origine dans différents facteurs dont notamment le développement des activités de l'administration des fonds d'investissement dont le nombre continue à s'accroître de façon très favorable au Luxembourg. La hausse soutenue du volume des activités des banques de la place, reflétée en premier lieu dans la croissance de la somme des bilans, contribue également à promouvoir la demande de main d'œuvre.

Au 30 septembre 2000, l'emploi dans les établissements de crédit s'élève à 22 593 personnes, soit une hausse de 2,76% par rapport au 30 juin 2000. Considéré sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de septembre 1999 à septembre 2000, l'effectif dans les établissements de crédit est en progression de 1 646 unités, soit 7,86%.

Le secteur des autres professionnels du secteur financier (PSF), quant à lui, montre des taux de croissance largement supérieurs à ceux du secteur bancaire. Alors que l'emploi auprès des 109 entités figurant sur le tableau officiel des autres professionnels du secteur financier demeure encore relativement modeste avec un total de 3 179 unités, le taux de croissance annuel de 19,02%, soit 508 unités, est très important. Ce rythme de croissance extraordinaire s'explique principalement par l'accroissement en nombre des PSF, qui est passé de 90 unités au 31 décembre 1999 à 102 unités au 30 septembre 2000.

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

L'analyse des comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois au 30 septembre 2000 montre des taux de croissance considérables par rapport aux résultats affichés au cours de l'année 1999. Ainsi, les résultats au 30 septembre 2000 atteignent pratiquement les niveaux affichés fin 1999 et sont supérieurs à ceux observés au 30 septembre 1998, ce qui laisse présager que l'année 2000 sera de nouveau une année record pour les établissements de crédit luxembourgeois.

Par rapport au 30 septembre 1999, la marge sur intérêts a progressé de 8,65% et ne contribue désormais plus qu'à raison de 46,54% au produit bancaire, comparé à 52,11% un an auparavant. En termes bruts, la marge sur intérêts s'élève à 2 752 millions d'euros au 30 septembre 2000, contre 2 533 millions d'euros à la même date de l'année précédente.

L'analyse de l'évolution de la marge sur intérêts fait ressortir qu'au cours du premier trimestre de cette année, le taux de croissance de la marge sur intérêts était encore de 22,33% en glissement annuel. La décélération du rythme de croissance s'explique par l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt durant le deuxième trimestre de l'année en cours, ce qui a entraîné une hausse plus forte des intérêts bonifiés par rapport aux intérêts et dividendes perçus. Cette évolution n'a pas été sans influence sur les revenus des banques qui traditionnellement se financent à court terme pour investir à long terme. La hausse soutenue du volume d'activités des banques de la place, qui se reflète notamment dans une augmentation de 8,63%, en glissement annuel, de la somme des bilans, a permis de compenser l'effet défavorable du développement des taux d'intérêt.

Au niveau du résultat hors intérêts, le solde sur commissions renforce son poids relatif dans le produit bancaire puisqu'il représente désormais, à lui seul, 40,13% du résultat brut et 75,07% du résultat hors intérêts. L'importance du solde sur commissions se manifeste évidemment par l'ampleur des placements dans des produits financiers tels que les Organismes de placement collectif (OPC). Cette tendance est par ailleurs nettement confirmée par l'évolution spectaculaire de l'investissement net en capital dans des OPC luxembourgeois au cours des dernières années. Au cours des douze derniers mois, l'actif net des OPC luxembourgeois a ainsi crû de 48,6% pour se situer à 911,2 milliards d'euros. L'investissement net en capital, qui représente près de 60% de cette augmentation, confirme la préférence des investisseurs pour des produits de placement tels que les OPC par rapport aux produits d'épargne classiques. Au 30 septembre 2000, le montant absolu des commissions atteint 2 373 millions d'euros, soit une progression de 39,75% par rapport au 30 septembre 1999 où il se situait à 1 698 millions d'euros.

Alors que les revenus sur la réalisation de titres sont quasiment stables par rapport au 30 septembre de

l'année précédente, les activités de change ont connu une tendance négative, enregistrant une régression de 20,17% par rapport à septembre 1999 alors qu'au trimestre précédent le taux de croissance annuel était encore légèrement positif. C'est ainsi que la part des revenus nets sur opérations de change dans le produit bancaire se situe à 3,21% contre 4,30% au cours du trimestre précédent.

Les revenus sur divers augmentent de 151,54% pour se situer à 327 millions d'euros.

Le produit bancaire (résultat brut) passe de 4 861 millions d'euros au troisième trimestre 1999 à 5 913 millions d'euros pour la même période de l'année en cours. Cette hausse de 1 052 millions d'euros représente un accroissement de 21,64% en glissement annuel.

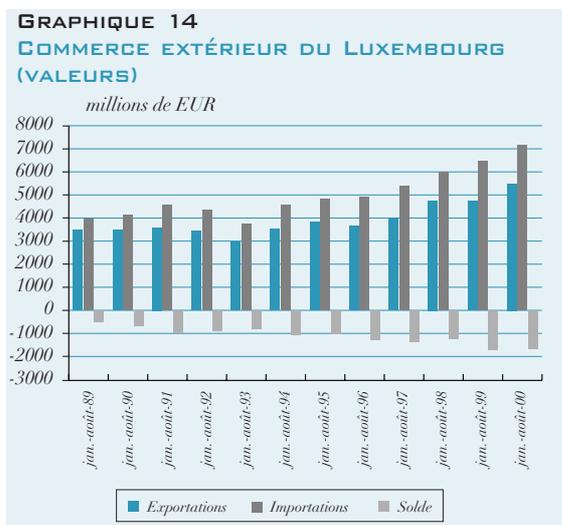
Compte tenu de la progression considérable de l'emploi dans les établissements de crédit au cours des douze derniers mois, un accroissement des frais de personnel ainsi que des frais généraux est inévitable. L'accélération de l'emploi dans les établissements de crédit a contribué à la progression des frais de personnel qui s'élèvent à 1 201 millions d'euros au 30 septembre 2000, contre 1 033 millions d'euros à la même date de l'année précédente. Les frais d'exploitation, quant à eux, affichent un taux de croissance de 23,62%, et s'élèvent à 1 031 millions d'euros au 30 septembre 2000.

Néanmoins, malgré un rythme de croissance élevé du personnel employé, on constate que les frais de personnel et d'exploitation évoluent moins rapidement que le produit bancaire et ne représentent désormais plus que 37,75% du produit bancaire comparé à 38,41% au 30 septembre 1999.

Le résultat brut avant provisions dégagé par les établissements de crédit s'élève à 3 403 millions d'euros contre 2 732 millions d'euros au 30 septembre de l'année précédente, soit un accroissement de 24,56% sur base annuelle.

1.2.4 Le commerce extérieur

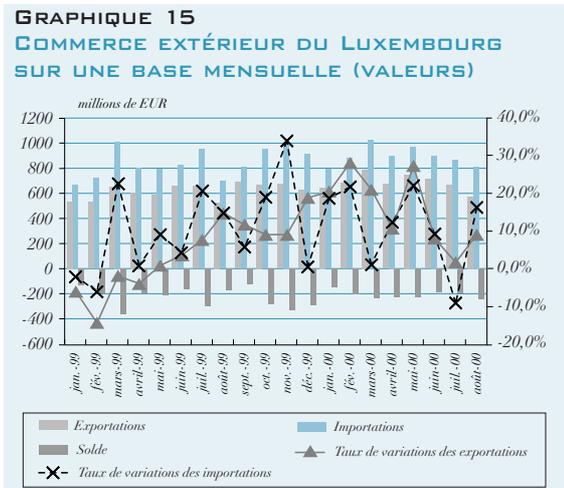
Le déficit commercial du Luxembourg pour les huit premiers mois de l'année en cours s'élève à 1 667 millions d'euros, soit 3,3% de moins que sur la période identique de l'année passée. Le déficit commercial du mois d'août 2000 a augmenté de 38% par rapport au même mois de l'année précédente.



Source: STATEC, calcul BCL

Au cours de la même période, les exportations ont connu, avec une croissance de 15,6% en variation annuelle, un développement spectaculaire. Cette forte croissance s'explique, d'une part, par un effet de rattrapage dû au creux des exportations du début de l'année 1999 (-7,1% de croissance sur le premier trimestre 1999) et, d'autre part, par l'effet d'attraction exercé suite aux bonnes performances économiques au sein de l'Union européenne.

Après un début d'année très soutenu, les livraisons de marchandises à l'étranger se sont essouffées au cours des mois de juin et de juillet pour reprendre leurs phases expansionnistes en août. Cette évolution des exportations totales est fortement corrélée aux performances de deux secteurs d'activités que sont les machines et équipements et les articles manufacturés en métaux communs.



Source: STATEC

La catégorie des machines et équipements, dont les livraisons à l'étranger se sont effondrées en juillet 2000, a repris sa progression en août pour aboutir, en variation annuelle, à un taux de croissance sur les premiers huit mois de l'année en cours de 25,7%. Dans le même ordre, les exportations d'articles manufacturés en métaux communs, après deux mois d'accalmie, ont redémarré en août pour atteindre un taux de croissance de 25,6% sur les huit premiers mois de l'année en cours. Ces évolutions sont à voir dans le contexte du boom conjoncturel de l'industrie dont profitent notamment la sidérurgie et l'industrie des biens d'équipement et des biens intermédiaires. Les exportations de machines et équipement dépendent de même de l'expansion des nombreuses activités spécialisées dans l'import-export.

Néanmoins, les exportations ont enregistré en août, pour la première fois au cours de cette année, un taux de croissance inférieur à celui réalisé par les importations.

Ainsi, les importations ont augmenté de 16,5% en août contre 10,6% sur les huit premiers mois de l'année en cours par rapport à la même période en 1999. La progression du taux de croissance annuel des importations pour le mois d'août s'explique

essentiellement par le développement très important de la facture énergétique du Luxembourg suite au renchérissement des produits pétroliers (+31,7 millions d'euros par rapport à août de l'année précédente soit +63%). Un deuxième facteur d'explication possible de la croissance soutenue des entrées de marchandises réside dans le fait que la majeure partie des secteurs d'exportations luxembourgeois utilisent des matières premières et des biens intermédiaires importés de l'étranger et, que compte tenu de la production soutenue réalisée pendant les premiers mois de l'année en cours, les entreprises commencent à reconstituer leurs stocks en biens intermédiaires et matières premières. Un dernier facteur explicatif sont les importations d'avions qui ont repris en août de cette année. La contribution de ces importations d'aéronefs à la croissance des importations pour le mois d'août de l'année 2000 en variation annuelle est de 3 points de pourcentage.

En termes de ventilation géographique de nos relations extérieures sur les huit premiers mois de l'année 2000, les marchés des Etats membres de l'Union économique et monétaire (UEM), d'une part, reçoivent 74% de nos exportations totales et, d'autre part, livrent 84% de nos importations totales. Il y a lieu de relever la part importante de la Belgique dans les importations (36%), fait qui s'explique par le rôle joué par les entreprises belges comme centre de distribution axé sur l'approvisionnement des entreprises commerciales luxembourgeoises, notamment pour les secteurs automobiles et pharmaceutiques.

Les valeurs unitaires à l'exportation, qui se sont continuellement dégradées pendant les années 1997 à 1999, ont augmenté pendant les premiers huit mois de l'année en cours de 1,3% reflétant ainsi le bon climat conjoncturel mondial et la forte utilisation des moyens de production. Sur la même période, les prix à l'importation ont augmenté de 3,8% en glissement annuel après trois années de diminution constante des valeurs unitaires à l'importation. Ce changement s'explique notamment

par l'envolée des prix du pétrole. En conséquence de ces deux développements, les termes de l'échange, qui sont une des mesures de la compétitivité d'une économie, se sont dégradés de 2,4% sur la période analysée.

1.2.5 La balance des paiements courants

L'excédent de la balance courante s'élève à 1083 millions d'euros au premier semestre 2000 contre 837 millions d'euros pour le premier semestre 1999, soit une progression de 29%. Cette croissance résulte de l'amélioration du déficit des biens et de la forte augmentation du solde des services. Le solde des revenus et le déficit des transferts courants se sont dégradés sur la même période.

Tableau 6

Soldes de la balance des paiements courants

	Jan.- Juin 1998	Jan.- Juin 1999	Jan.- Juin 2000
	Soldes		
Opérations courantes	1 196	837	1 083
Biens¹⁾	-756	-974	-936
Services	1 437	1 595	1 906
Rémunération des salariés	-753	-893	-1 088
Revenu des investissements²⁾	1 377	1 274	1 457
Transferts courants	-109	-165	-256

Note: tous les chiffres sont en millions de EUR

1) Nouvelle série à partir de 1999:

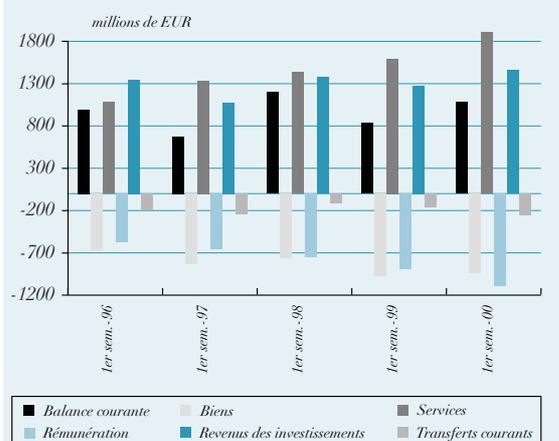
chiffres de la statistique du commerce extérieur – moyennant quelques adaptations méthodologiques.

2) Sans bénéfices réinvestis.

Source: STATEC

Les exportations et les importations de biens et services ont globalement augmenté de respectivement 24% et 22% reflétant ainsi la forte croissance de l'activité économique de l'UEM ainsi que le degré d'ouverture élevé de l'économie luxembourgeoise.

GRAPHIQUE 16
BALANCE DES PAIEMENTS COURANTS



Source: STATEC

Les recettes totales de services ont progressé de 30% par rapport au premier semestre 1999. Les dépenses progressent de même rapidement (+34%). Dans les deux cas, il s'agit des taux de croissance les plus forts observés depuis que la balance courante du Luxembourg est établie, c'est-à-dire depuis 1995.

La majeure partie de la croissance constatée, autant du côté des flux que du solde, provient des services financiers dont l'excédent a augmenté de 23% au cours du premier trimestre de l'année 2000. Les recettes ont crû de 40% et les dépenses de 53% au premier semestre 2000, ce qui est remarquable pour une industrie qui avait déjà atteint d'impressionnants taux de croissance au cours des années passées. Du côté des recettes, la progression des services financiers est fortement liée à celle de l'industrie des fonds d'investissements. En effet, les frais payés par les OPC sont fortement corrélés à l'évolution des valeurs nettes d'inventaires et comme ces frais sont in fine à charge des détenteurs de parts non-résidents, ils sont intégrés dans la balance des paiements sous la rubrique des services financiers. Les dépenses sont par contre plus largement représentatives de la diversité des activités de la place financière et sont moins dépendantes d'une seule sous-activité du secteur financier.

Les autres services en expansion sont les services de transport et de communication. L'excédent des

services de transport a progressé de 18% au premier semestre 2000 en variation annuelle. Un élément déterminant de cette progression se retrouve au niveau du fret aérien. On constate donc que les importations de gros avions porteurs, qui avaient pesé sur la balance commerciale l'année passée, commencent à porter leurs fruits au niveau de la balance des services.

Les recettes au niveau de services de communication dépendent fortement des résultats de la Société européenne des satellites (SES). Le développement continu de cette société se traduit par la progression de 7% de l'excédent des services de communication. Cette évolution favorable devrait continuer puisque la SES a pris en service un nouveau satellite au début de l'année courante.

L'excédent du poste voyages, qui inclut les achats de biens et services par des particuliers non-résidents, s'est amélioré de 41% en raison principalement de la hausse des prix des ventes au détail des produits pétroliers et de la croissance du nombre de frontaliers de 11,3% en variation annuelle sur le premier semestre 2000. La contribution des frontaliers à la croissance de l'excédent du poste voyages est explicable du fait que leurs dépenses sur le territoire du Grand-Duché de Luxembourg sont classées comme dépenses de voyages au même titre que les dépenses effectuées par des touristes.

La progression du nombre de frontaliers salariés dans l'économie luxembourgeoise, ainsi que dans la hausse générale des salaires payés aux frontaliers déjà salariés au Luxembourg, explique de même le creusement du déficit de la composante des rémunérations des salariés.

Le développement continu des assurances et des réassurances au Luxembourg a, de par la réception de primes et le paiement d'indemnités, une forte influence sur le développement du solde des transferts courants. Au contraire des dépenses imputables au secteur des assurances, qui sont par essence fluctuantes dans le temps, les transferts de fonds de résidents luxembourgeois à l'étranger relève d'un déficit structurel de la composante des transferts courants. Ces deux facteurs ont contribué

à creuser le déficit des transferts courants des secteurs autres que les administrations publiques pour le premier semestre de l'année en cours de 79%.

1.2.6 Les finances publiques

1.2.6.1 Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses pour l'exercice 2001

Début septembre, le projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses pour l'exercice 2001 a été déposé à la Chambre des députés. Après que les grandes lignes du projet avaient été esquissées déjà fin juillet 2000, le projet déposé n'a connu que des modifications mineures. Les hypothèses sous-tendant le projet de loi ont été légèrement modifiées, réduisant le taux d'inflation de 2,5% à 2,0%; le taux de croissance a été maintenu à 5,9%. Au cours des années précédentes, la combinaison des deux hypothèses susmentionnées était incluse dans la norme budgétaire, pour désormais disparaître en tant que tel du document budgétaire pour faire place à une analyse conjoncturelle basée sur trois scénarios comparable à celle utilisée dans les programmes de stabilité. En effet, les trois scénarios défavorable, moyen et favorable esquissent un développement à moyen terme (c'est-à-dire pour la période 2000 à 2003) du PIB réel et de son déflateur. Si cette approche est cohérente du fait que les cadres de la politique budgétaire pour la présentation du projet de budget et du programme de stabilité sont désormais similaires, ce changement d'un élément clé définissant la politique budgétaire aurait mérité au moins une remarque supplémentaire.

Il est regrettable que le gouvernement dans le climat conjoncturel actuel plutôt favorable, n'essaie pas de réduire l'emprise de l'Etat sur l'économie luxembourgeoise par le biais de la modération des dépenses budgétaires. En effet, la croissance des dépenses budgétaires s'oriente suivant le scénario le plus optimiste proposé dans le document

budgétaire, à savoir une croissance de 7,9% du PIB en valeur. Toutefois, la progression du total des dépenses de l'Etat escompté à 11,55% dépasse considérablement la croissance du PIB. Nous notons qu'une bonne partie de la croissance des dépenses totales s'explique par l'augmentation des affectations aux principaux fonds spéciaux, rendant ainsi le budget des dépenses plus réaliste.

Tableau 7

Evolution des recettes budgétaires

	2000	2001	
	Budget définitif	Projet de budget	Croissance
Impôts directs	2 548,01	2 720,20	6,8%
Impôts indirects	1 983,89	2 388,56	20,4%
Autres recettes	254,18	287,18	13,0%
Recettes courantes	4 786,09	5 395,94	12,7%
Recettes en capital	28,86	33,89	17,4%
Recettes totales	4 814,95	5 429,83	12,8%

Note: Les chiffres sont exprimés en millions d'euros

Source: Ministère des Finances

Outre la nouvelle approche du gouvernement consistant en une appréciation plus réaliste des recettes fiscales combinées avec l'affectation des recettes aux différents postes du budget de capital, deux facteurs peuvent expliquer cet écart entre la nouvelle «norme» budgétaire et la progression effective: d'une part, la progression s'oriente toujours suivant le budget définitif de l'année en cours et, d'autre part, la croissance économique de l'année en cours est supérieure aux attentes contenues dans le budget 2000.

Une analyse des principales catégories de dépenses donne une indication de la rigidité souvent avancée des dépenses budgétaires, qui par le biais de l'indexation d'une partie importante des dépenses à l'évolution de l'échelle mobile des salaires se voit renforcée suite à une hausse des prix.

Tableau 8 Regroupement des diverses dépenses, Partie a

(en % du PIB)	Code comptable	1999 Compte provisoire	2000 Budget définitif	2001 Projet de budget
Dépenses de consommation	1	6,5%	6,4%	6,4%
Intérêts de la dette publique	2	0,2%	0,2%	0,2%
Transferts de revenus à destination d'autres secteurs	3	3,5%	3,3%	3,3%
Transferts de revenus à l'intérieur du secteur public	4	8,5%	8,4%	8,6%
Transferts de capitaux à destination d'autres secteurs	5	0,4%	0,5%	0,5%
Transferts de capitaux à l'intérieur du secteur public	6	0,1%	0,1%	0,1%
Formation brute de capital fixe (investissements)	7	1,0%	0,9%	0,9%
Crédits et participations	8	0,1%	0,1%	0,1%
Amortissement de la dette publique	91	0,3%	0,0%	0,1%
Dotations de fonds de réserve	93	6,7%	4,8%	5,4%
Dépenses totales		20,6%	20,0%	20,3%

Source: Ministère des Finances

Tableau 9 Regroupement des diverses dépenses, Partie b

(en taux de croissance annuel/par rapport aux derniers chiffres publiés)	Code comptable	1999 Compte provisoire	2000 Budget définitif	2001 Projet de budget
Dépenses de consommation	1	-9,1%	6,4%	8,6%
Intérêts de la dette publique	2	-10,1%	-1,4%	0,9%
Transferts de revenus à destination d'autres secteurs	3	21,8%	1,5%	9,5%
Transferts de revenus à l'intérieur du secteur public	4	5,0%	7,0%	10,2%
Transferts de capitaux à destination d'autres secteurs	5	-21,2%	38,2%	0,7%
Transferts de capitaux à l'intérieur du secteur public	6	-21,6%	13,3%	8,0%
Formation brute de capital fixe (investissements)	7	13,8%	-5,1%	6,7%
Crédits et participations	8	8,5%	48,1%	45,6%
Amortissement de la dette publique	91	-13,5%	-83,7%	69,4%
Dotations de fonds de réserve	93	24,1%	-23,0%	20,8%
Dépenses totales		6,2%	-2,0%	11,6%

Note: Les hypothèses concernant la croissance du PIB se basent sur le scénario favorable du document budgétaire

Source: Ministère des Finances

Tableau 10 Regroupement des diverses dépenses, Partie c

(en % des dépenses totales)	Code comptable	1999 Compte provisoire	2000 Budget définitif	2001 Projet de budget
Dépenses de consommation	1	31,4%	31,9%	31,7%
Intérêts de la dette publique	2	1,2%	1,1%	1,0%
Transferts de revenus à destination d'autres secteurs	3	16,9%	16,3%	16,4%
Transferts de revenus à l'intérieur du secteur public	4	41,2%	42,1%	42,4%
Transferts de capitaux à destination d'autres secteurs	5	2,0%	2,6%	2,4%
Transferts de capitaux à l'intérieur du secteur public	6	0,7%	0,7%	0,7%
Formation brute de capital fixe (investissements)	7	4,9%	4,4%	4,3%
Crédits et participations	8	0,4%	0,5%	0,7%
Amortissement de la dette publique	91	1,4%	0,2%	0,3%
Dotations de fonds de réserve	93	32,6%	24,0%	26,5%
Dépenses totales		100,0%	100,0%	100,0%

Source: Ministère des Finances

De ces tableaux il ressort l'importance accrue des affectations aux fonds spéciaux ainsi que la croissance relative des transferts à l'intérieur du secteur public, notamment à la Sécurité Sociale. Si les dépenses de consommation n'occupent pas une part plus importante dans le total des dépenses budgétaires, la croissance de cette catégorie de dépenses va néanmoins en augmentant. La catégorie formation brute de capital fixe ne donne qu'une information partielle sur les investissements financés directement par l'intermédiaire du budget. Il convient d'ajouter à ce montant les investissements financés par l'intermédiaire des fonds spéciaux pour une appréciation globale de la politique d'investissement de l'Etat.

1.2.6.2 Réforme fiscale et inflation: une analyse VAR

L'impact de la réforme fiscale sur l'inflation des prix à la consommation peut être étudié à l'aide de la modélisation VAR (Vector Auto Regression).

Cette approche permet d'analyser comment un choc sur une variable se propage à travers le temps dans un système de variables reliées.

Contrairement aux modèles structurels utilisés dans l'approche classique, toutes les variables dans un VAR sont considérées comme endogènes. Par hypothèse, chaque variable du système est expliquée par son passé et le passé de toutes les autres variables. Soit y_t le vecteur rassemblant les k variables du système à la période t , le VAR avec p retards s'écrit:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t$$

où A_1, \dots, A_p sont des matrices de coefficients et y_t est un vecteur aléatoire.

Le premier pas est de choisir les variables à inclure dans le système. Nous avons sélectionné cinq variables (exprimées en différence logarithmiques):

- l'inflation telle que mesurée par l'Indice des prix à la consommation national (IPCN),
- l'inflation des prix à l'importation,
- l'inflation du coût salarial nominal par employé,
- la croissance du rapport entre les exportations réelles et le PIB réel,
- la croissance du revenu disponible (estimée par la somme des salaires et prestations sociales moins les impôts payés par les ménages et les contributions sociales).

Cette sélection découle du raisonnement que l'inflation des prix à la consommation au Luxembourg a trois sources principales:

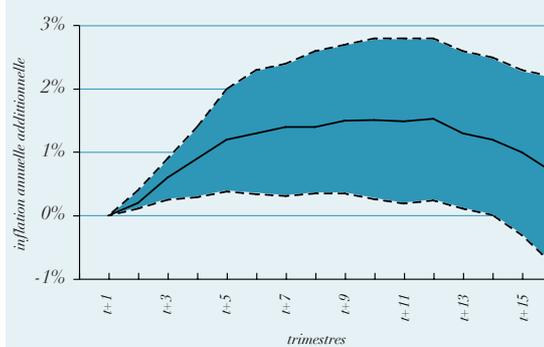
- les prix à l'importation (y compris le prix du pétrole), dans la mesure qu'ils indiquent les coûts des facteurs utilisés dans la production des biens et services destinés à la consommation domestique,
- le coût salarial, qui représente le prix du facteur travail,
- une demande excédentaire sur le marché des biens de consommation. Il faut distinguer entre la demande externe et la demande intérieure. L'évolution du rapport entre les exportations et le PIB reflète l'évolution de la demande étrangère. D'autre part, le revenu disponible est une des variables qui déterminent la demande intérieure.

Cette sélection permet d'isoler l'impact du revenu disponible sur l'inflation des prix à la consommation, en le séparant de l'influence des prix à l'importation, du coût salarial et de la demande étrangère. En effet, l'évolution des prix à la consommation observée sur l'échantillon sera répartie sur les trois sources d'inflation susmentionnées et sur un terme d'erreur regroupant tout effet supplémentaire exclus de l'analyse.

Afin d'étudier la dynamique de court terme, les données annuelles en niveau ont été trimestrialisées à l'aide d'une interpolation cubique. Après estimation des paramètres du modèle sur la période

1985Q1 à 1999Q4 avec $p=8$ retards, il est possible d'étudier les conséquences d'un choc sur une variable pour l'ensemble du système. La technique utilisée est celle des fonctions de réponse, avec l'ordre des variables présenté plus haut. Un problème majeur réside dans le fait que la réforme fiscale aura un impact inconnu sur le revenu disponible parce que le niveau et la composition de ce dernier sont difficilement mesurables, même pour la période courante. Etant donné cette inconnue, pour les besoins de l'analyse nous faisons l'hypothèse que le revenu disponible augmentera de 1%. Une augmentation plus élevée du revenu disponible aurait évidemment un impact plus important sur l'IPCN. Le profil de réponse en points de pourcentage de l'inflation des prix à la consommation suite à cette augmentation de 1% est illustré au graphique qui suit.

RÉPONSE DE L'INFLATION (TAUX DE VARIATION ANNUEL DE L'IPCN) À UN CHOC DE 1% DANS LA CROISSANCE DU REVENU DISPONIBLE



La ligne continue au milieu de la surface grise représente l'estimation ponctuelle de la fonction de réponse. Cependant, cette estimation est sujette à une certaine incertitude. Il est donc utile de considérer l'intervalle de confiance représenté par la surface grise. La probabilité de se trouver à l'intérieur de cette surface est de 95%. Ainsi, la probabilité que l'inflation soit en dessous (au-dessus) de la limite inférieure (supérieure) de l'intervalle de confiance est de moins de 2,5%.

On constate que l'augmentation de l'inflation des prix à la consommation est prolongée dans le temps et accélère pour atteindre son maximum onze trimestres après le choc initial (c'est-à-dire après presque trois ans). A ce point, l'estimation ponctuelle atteint 1,5% d'inflation additionnelle. Cette estimation ponctuelle fournie par le modèle nous semble cependant fort élevée. La limite inférieure de l'intervalle de confiance atteint son maximum en $t+5$. En cette période, la probabilité d'avoir une inflation additionnelle inférieure à 0,38% est de moins de 2,5%.

Il convient cependant de noter que les bornes de l'intervalle de confiance s'écartent rapidement, indiquant un degré important d'incertitude. En effet, l'écart entre chacune des bornes symétriques et l'estimation ponctuelle atteint 1% déjà au milieu de la deuxième année. Il serait donc risqué d'avancer un chiffre exact concernant l'impact sur l'inflation de l'augmentation du revenu disponible résultant de la réforme fiscale. Néanmoins, le modèle permet d'affirmer que cet impact est statistiquement supérieur à zéro.

En outre, la fonction de réponse présentée ne constitue pas une prévision. Elle caractérise plutôt la dynamique du système de variables observée dans le passé. Ainsi la courbe représente la réponse de l'inflation attribuée à un choc dans la seule variable revenu disponible. En réalité, l'évolution observée de l'inflation est la somme de plusieurs réponses à différents chocs (dans la même variable et à travers différentes variables) plus l'effet du terme d'erreur.

Il est important de noter que cette analyse ne tient compte que de la seule influence de la réforme fiscale. D'autres sources d'inflation, comme par exemple les prix à l'importation, les salaires ou la demande étrangère, pourraient fournir des chocs supplémentaires, atténuant ou exacerbant l'effet inflationniste de la réforme fiscale. Finalement, l'impact sur l'inflation peut être ultérieurement mitigé par une augmentation de l'offre (progrès technique, réformes structurelles, augmentations des importations ou de l'immigration). C'est un aspect qui n'apparaît pas explicitement dans l'analyse jusqu'ici et qui fournira le cadre pour des travaux ultérieurs.

