

Chapitre 1

LA SITUATION ECONOMIQUE
ET FINANCIERE

1.1	La situation économique dans la zone euro au Luxembourg	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	12
1.1.2	Les taux d'intérêt à long terme	12
1.1.3	Les marchés boursiers	13
1.1.4	Le taux de change de l'euro	14
1.1.5	L'évolution des prix et des coûts	15
1.1.5.1	Prix à la consommation	15
1.1.5.2	Prix à la production industrielle	17
1.1.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	17
1.1.7	Le commerce extérieur	18
1.1.8	La balance des paiements	19
1.2	La situation économique au Luxembourg	22
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	22
1.2.1.1	Prix à la consommation	22
1.2.1.2	Prix à la production industrielle	23
1.2.2	Industrie	24
1.2.3	Construction	25
1.2.4	Commerce	25
1.2.5	Marché du travail	26
1.2.6	Le secteur financier	29
1.2.6.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	29
1.2.6.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	29
1.2.6.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	29
1.2.6.4	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	33
1.2.6.5	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	34
1.2.7	Le commerce extérieur	36
1.2.8	La balance des paiements courants	36
1.2.9	Evolution en 2001	38
1.2.10	Les finances publiques	38

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO AU LUXEMBOURG

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Après avoir poursuivi une politique de resserrement monétaire en 2000, l'Eurosystème a maintenu ses taux directeurs inchangés jusqu'au 10 mai 2001. Dans le contexte d'un environnement extérieur entaché d'incertitudes croissantes et d'un certain affaiblissement de l'activité économique mondiale, l'Eurosystème restait longtemps une des seules banques centrales n'ayant pas assoupli sa politique monétaire. La croissance économique était solide tandis que les tensions sur les prix tant observés qu'à moyen terme, conséquence des augmentations du cours du pétrole et de la dépréciation du taux de change de l'euro enregistrées précédemment, restaient préoccupantes dans la zone euro.

Le 10 mai 2001, l'Eurosystème a annoncé une baisse de 25 points de base de son principal taux de refinancement, désormais fixé à 4,5%. Cette décision s'est justifiée par une moindre pression sur les prix de la zone euro à moyen terme.

En ce qui concerne le premier pilier, les informations récentes indiquent que les évolutions monétaires ne constituent plus un risque pour la stabilité des prix à moyen terme. La masse monétaire M3 s'est graduellement repliée et le rythme d'accélération des créances sur le secteur privé s'est modéré depuis quelques mois. Quant au deuxième pilier, les récentes incidences haussières, provoquées par la crise de la vache folle et l'épizootie de fièvre aphteuse, sur les prix des produits alimentaires non transformés ne devraient avoir qu'un caractère passager et la modération de la croissance du PIB dans la zone euro devrait contenir la pression à la hausse sur les prix à la consommation à moyen terme. En outre, les répercussions des hausses des cours du pétrole et de la dépréciation de l'euro survenues l'an passé, devraient s'atténuer progressivement dans le courant de l'année.

Le sensible refroidissement de l'économie américaine, dont les premiers signes étaient déjà visibles en automne 2000, s'est fortement accentué pendant les premiers mois de l'an 2001. La détérioration d'importants indicateurs économiques a conduit la banque centrale américaine à réduire ses taux directeurs à cinq reprises depuis le début de l'année. Ces baisses, de 50 points de base chacune, ont été décidées les 2 janvier, 31 janvier, 20 mars, 18 avril et 15 mai 2001, ramenant ainsi le niveau des taux courts américains en dessous de celui de la zone euro pour la première fois depuis le lancement de l'euro.

Au total, l'assouplissement monétaire a atteint 250 points de base et le taux de l'argent au jour le jour est passé de 6,5% à 4% retrouvant son niveau d'il y a sept ans. Les trois principales raisons mises en avant par la Réserve Fédérale ont été le déclin de l'investissement, l'incertitude du climat des affaires ainsi que l'impact négatif de la chute des cours des actions sur la consommation (effet richesse).

La Banque du Japon a réduit ses taux directeurs dans le sillage d'indicateurs témoignant d'une détérioration de la conjoncture nipponne et de la possibilité d'une résurgence de tendances déflationnistes résultant d'une demande affaiblie. Ainsi, le Japon est revenu à sa politique de taux zéro qu'il venait d'abandonner en août 2000.

1.1.2 Les taux d'intérêt à long terme

Après avoir diminué au cours des derniers mois de l'an 2000, le rendement moyen des emprunts publics européens d'une échéance de 10 ans a enregistré de faibles variations de janvier à mars et avoisinait le niveau observé à la fin décembre, soit environ 5%. La stabilité des rendements européens, en dépit des variations marquées des rendements aux Etats-Unis, permet de conclure que l'évolution des marchés obligataires européens a été principalement motivée par des facteurs internes, les marchés maintenant leurs anticipations favorables de croissance et de stabilité des prix dans la zone euro.

Le rendement moyen des emprunts publics américains d'une échéance de 10 ans, en revanche, a augmenté de quelque dix points de base en janvier et l'écart entre les rendements des deux zones s'en est trouvé élargi à quelque 25 points de base contre 13 points de base un mois plus tôt. Alors que les données économiques peu encourageantes avaient pesé sur les rendements américains au cours des derniers mois de l'année passée, les investisseurs semblent avoir été un peu moins pessimistes en ce début d'année. En outre, les deux baisses en janvier des taux de la Réserve Fédérale pour un total de 100 points de base devraient avoir contribué à une appréciation moins négative des perspectives de croissance aux Etats-Unis.

En février, cette tendance ascendante s'est inversée et le rendement américain a pâti de quelque 20 points de base. Ce changement a été provoqué par un flux de signaux contradictoires concernant l'évolution probable de l'économie américaine. L'écart de rendement sur les titres d'Etat à 10 ans entre les Etats-Unis et la

zone euro est devenu pratiquement nul à la fin du mois de février. Cette tendance au resserrement de l'écart, observée depuis l'été 2000, semble refléter la réduction attendue de l'écart de croissance entre les Etats-Unis et la zone euro. A la fin du mois de mars, cet écart s'est à nouveau légèrement accru suite à une hausse de 10 points de base des rendements américains alors que les rendements européens restaient à leur niveau de la fin du mois de décembre 2000.

Après être demeurés globalement stables durant les trois premiers mois de 2001, les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro ont sensiblement augmenté à partir de début avril pour s'établir aux alentours de 5,30% en date du 17 mai 2001, soit quelque 35 points de base au-delà du niveau observé fin mars. Pendant la même période, le taux de rendement moyen des emprunts publics américains d'une échéance de 10 ans s'est accru de quelque 50 points de base, pour s'établir aux alentours de 5,50%. De ce fait, l'écart entre les taux américains et européens s'est élargi davantage.

La poussée sensible des taux obligataires à long terme est certes à mettre en relation avec le regain de confiance concernant la conjoncture internationale, et en particulier à la suite de perspectives optimistes quant à la reprise économique aux Etats-Unis. Les baisses des taux d'intérêts des banques centrales de part et d'autre de l'Atlantique ont par ailleurs redonné confiance aux marchés des actions dont le rebond est susceptible d'avoir provoqué un afflux de fonds en provenance des obligations. Les rendements des obligations, variant à l'inverse de leur prix, ont profité de cet arbitrage ayant conduit à des dénouements de positions en obligations détenues auparavant en tant que «titres de refuge».

1.1.3 Les marchés boursiers

Après les fortes variations des indices boursiers observées à la fin de l'année 2000, reflétant l'incertitude accrue des opérateurs quant aux perspectives de rentabilité des entreprises et quant à l'évolution des taux d'intérêt des banques centrales face à des signes de ralentissement de l'activité économique mondiale, les marchés ont adopté une attitude d'attente et ont globalement peu varié en janvier 2001. Cependant, le 3 janvier 2001 suite à la baisse de 50 points de base des taux directeurs aux Etats-Unis, l'indice Nasdaq a enregistré la plus forte hausse jamais réalisée en une seule journée, soit une hausse de +14,2% en une séance.

GRAPHIQUE 1
EVOLUTION DU NASDAQ COMPOSITE



Source: Bloomberg

Le Nikkei, malgré un contexte de grande incertitude quant à la situation de l'économie japonaise, n'a également guère fluctué en janvier 2001. Ceci peut s'expliquer, en partie, par les projets du gouvernement visant à autoriser les entreprises japonaises à racheter leurs propres actions.

Ensuite, à partir du mois de février, les marchés boursiers ont entamé une nouvelle vague de dégringolade qui s'est maintenue pendant presque deux mois. Aux Etats-Unis, le S&P500 a atteint son niveau le plus bas de l'année le 4 avril 2001, soit une baisse de 19,2% par rapport à son plus haut niveau de l'année enregistré le 31 janvier 2001. Le Nasdaq a chuté de 40,9% pendant la même période. En Europe, la baisse a atteint son maximum le 26 mars, l'Eurostoxx Broad ayant à cette date fléchi de 16,2% par rapport à son plus haut niveau observé le 31 janvier 2001.

Ce mouvement a été déclenché par une diminution des bénéfices déclarés et attendus des entreprises ainsi que par l'incertitude persistante quant aux perspectives de l'activité économique mondiale, en dépit de plusieurs baisses de taux d'intérêt de la banque centrale américaine. Alors qu'en général les baisses de taux d'intérêt, de par leur capacité de relancer l'activité économique, donnent un coup de fouet aux marchés des actions, ceux-ci les ont interprétées comme révélatrices de l'inquiétude croissante de la Réserve Fédérale quant aux perspectives économiques américaines. Les baisses de cours observées pendant cette période ont concerné l'ensemble des secteurs économiques. Toutefois, les reculs les plus importants ont été enregistrés dans les secteurs technologiques.

GRAPHIQUE 2
EVOLUTION DU S&P500



Source: Bloomberg

Enfin, à partir du mois d'avril, les marchés ont repris confiance et sont repartis à la hausse. Les cinq réductions de taux d'intérêt de la Réserve Fédérale ont renforcé ce regain d'optimisme des investisseurs. En Europe, la décision d'une baisse des taux d'intérêt de 25 points de base en date du 10 mai a surpris et été diversement accueillie par les marchés. Alors que l'euro en a temporairement pâti, les places boursières ont repris un mouvement ascendant suite à cette décision jugée par les investisseurs comme une décision volontaire des autorités monétaires pour soutenir l'activité économique. Les marchés ont donc su compenser une grande partie de leurs pertes des quatre premiers mois de l'année. En date du 17 mai 2001, l'évolution négative depuis le début de l'année s'élève à -4,9% pour l'Eurostoxx Broad, à -2,4% pour le S&P500 et à -11,2% pour le Nasdaq.

GRAPHIQUE 3
EVOLUTION DU DOW JONES EUROSTOXX

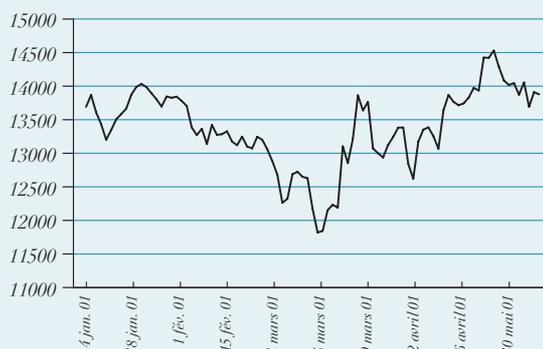


Source: Bloomberg

Le Nikkei est un des rares indices boursiers ayant réussi à afficher une performance positive durant les pre-

miers mois de l'an 2001. Le recul observé en février et pendant les deux premières semaines de mars s'explique essentiellement par les préoccupations des opérateurs de marché relatives aux perspectives de reprise de l'économie japonaise. Ensuite, l'assouplissement de la politique monétaire opérée le 19 mars et le fait que le Premier Ministre Mori déclare qu'il ne se présenterait plus aux élections du mois d'avril, ont contrebalancé cette tendance à la baisse. A la fin du mois d'avril, le marché japonais s'est redressé immédiatement après l'annonce de l'élection de Junichiro Koizumi au poste de président du Parti Libéral Démocrate et donc de futur Premier Ministre du Japon. Avec cette élection, les espoirs de mise en œuvre de réformes structurelles et, en particulier, d'un plan de soutien aux banques et aux bourses, ont redonné du tonus au marché boursier nippon. En date du 17 mai 2001, date de clôture de la présente publication, le Nikkei a enregistré une légère progression de 0,7% depuis le début de l'année.

GRAPHIQUE 4
EVOLUTION DU NIKKEI 225

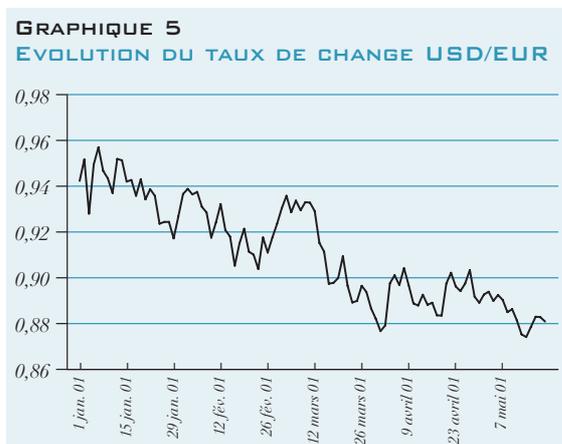


Source: Bloomberg

1.1.4 Le taux de change de l'euro

Pendant les deux premières semaines de l'année 2001, l'euro s'est davantage raffermi par rapport au dollar américain et s'est traité aux alentours de 95 cents. Ensuite, le dollar n'a cessé de gagner du terrain face à la monnaie unique européenne, qui s'est repliée continuellement jusqu'à un premier plancher de 90,38 cents en date du 22 février. Ensuite l'euro a fait un court rebond vers les 93 cents avant de reprendre sa tendance à la baisse et d'évoluer dans une fourchette comprise entre 88 et 89 cents jusqu'au 10 mai. Suite à la décision de baisse surprise des taux d'intérêts dans la zone euro en date du 11 mai, alors que les marchés s'attendaient à un statu quo, l'euro s'est temporairement replié vers

87,41 cents avant de repasser au-dessus de la barre des 88 cents. En date du 17 mai, date de clôture de la présente publication, l'euro s'est traité à 88,13 cents.



Source: Bloomberg

Sur la période comprise entre le 31 décembre 2000 et le 17 mai 2001, le taux de change de l'euro s'est déprécié de 6,6% par rapport au dollar US. Après la forte appréciation de l'euro pendant les dernières semaines de 2000 et les deux premières semaines de 2001, due à un afflux de signaux de décélération de l'activité économique aux Etats-Unis, l'euro se retrouve donc à ses niveaux de fin novembre-début décembre 2000. Les marchés ont parié sur un rebond rapide de la croissance américaine, ce qui constitue un soutien au

dollar par rapport à l'euro. La crise financière en Turquie durant le mois de février pourrait également avoir temporairement influencé négativement le taux de change de l'euro.

A partir du mois de mars, la faiblesse de l'euro face au dollar US fut probablement dictée par le pessimisme accru quant à l'impact du ralentissement économique international sur les économies de la zone euro. Dans ce contexte d'incertitudes persistantes, les marchés de changes ont positivement accueilli les assouplissements successifs de la politique monétaire de la Réserve Fédérale, interprétés comme étant un soutien actif pour relancer rapidement l'économie outre-Atlantique. De plus, dans ce climat entaché d'incertitudes croissantes quant à l'activité économique internationale, le dollar américain a confirmé son statut de monnaie de refuge, facteur psychologique, en défaveur de la jeune monnaie européenne.

1.1.5 L'évolution des prix et des coûts

1.1.5.1 Prix à la consommation

L'évolution des prix à la consommation dans la zone euro au cours des quatre premiers mois de l'année 2001 a été caractérisée par une certaine versatilité des sous-indices énergie et produits alimentaires non transformés. Les hausses de la fiscalité indirecte et des prix réglementés dans plusieurs Etats membres ont également eu un impact sur l'inflation de la zone euro.

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)

	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2001	2001	2001	2001
			Avril	Mai	Juin	Juil.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Jan.	Fév.	Mars	Avril
IPCH global	1,1	2,3	1,9	1,9	2,4	2,3	2,3	2,8	2,7	2,9	2,6	2,4	2,6	2,6	2,9
dont:															
Biens	0,9	2,7	1,9	2,2	2,8	2,7	2,7	3,4	3,2	3,4	3,0	2,6	2,8	2,8	3,4
Alimentation	0,6	1,4	0,6	0,8	1,2	1,6	2,0	2,1	2,0	2,2	2,4	2,7	3,1	3,9	4,4
- Produits alimentaires non transformés	0,0	1,7	0,1	0,5	1,5	2,6	3,3	3,3	3,2	3,5	3,9	4,5	4,7	6,7	7,3
- Produits alimentaires transformés	0,9	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,2	1,4	1,4	1,6	2	2,2	2,5
Produits manufacturés	1,0	3,4	2,6	3,0	3,6	3,2	3,0	4,0	3,9	4,1	3,3	2,6	2,7	2,3	2,9
- Produits manufacturés hors énergie	0,6	0,7	0,6	0,6	0,7	0,5	0,6	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,3	1,4
- Energie	2,4	13,3	10,2	12,0	14,5	13,4	11,9	15,5	14,6	15,2	11,3	7,8	8,2	5,6	7,8
Services	1,5	1,7	1,8	1,5	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	2,2	2,2	2,2	2,4
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,7	1,7	1,8	2,0

Source: Eurostat

Le taux annuel de variation de l'IPCH global a fléchi de 2,6% en décembre 2000 à 2,4% en janvier 2001 pour s'établir de nouveau à 2,6% en février et mars 2001. La variation en glissement annuel de l'IPCH a augmenté pour atteindre 2,9% en avril 2001. Cette augmentation prononcée de l'indice global en avril 2001 s'explique par un effet de base lié au recul des prix de l'énergie en avril 2000, combiné au rebond des cours du pétrole à la même période 2001. L'évolution des prix des produits alimentaires non transformés a également exercé des pressions à la hausse sur le taux d'inflation de la zone euro en avril 2001.

Le taux de progression annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, qui s'est inscrit en hausse depuis le courant du deuxième semestre de l'année 2000, est passé de 1,5% en décembre 2000 à 1,8% et 2,0% respectivement en mars et avril 2001.

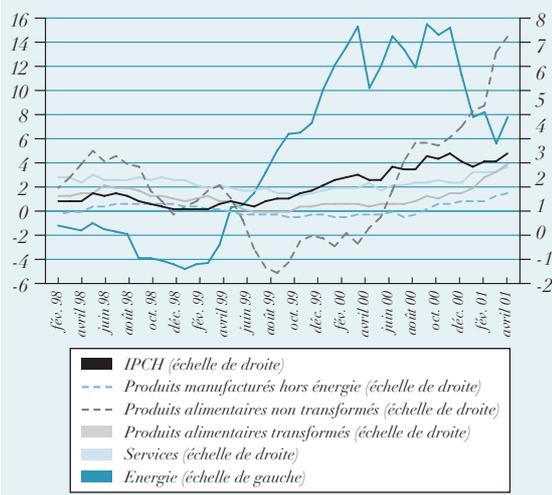
L'évolution du sous-indice énergie a été affectée par la volatilité des cours du pétrole libellés en euro qui s'élevaient en janvier, février, mars et avril 2001 à respectivement 27,5 euros, 29,9 euros, 28,1 euros et 29,8 euros. Il en résulte que la hausse du prix de l'énergie sur un an a été de 7,8% en janvier pour atteindre 8,2% en février 2001. Le taux de progression sur un an de ce sous-indice a ensuite diminué à 5,6% en mars pour s'établir à 7,8% en avril 2001.

Les prix des produits alimentaires non transformés ont poursuivi leur mouvement à la hausse amorcé mi-2000. En effet, les taux sur un an sont progressivement passés de 4,5% en janvier 2001 à 7,3% en avril de l'année en cours. Les hausses des prix des produits alimentaires non transformés s'expliquent souvent par l'effet de conditions météorologiques défavorables sur l'offre et par d'autres effets saisonniers. Or, il semble que l'évolution récente du sous-indice «produits alimentaires non transformés» résulte également des préoccupations sanitaires liées à l'épizootie d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) et des conséquences des mesures préventives prises contre l'épizootie de la fièvre aphteuse.

Quant aux autres composantes de l'IPCH, on note que la tendance à la hausse des taux de variation annuels des prix des produits alimentaires transformés a continué à persister au cours des quatre premiers mois de l'année 2001 pour atteindre 2,5% en avril 2001. Les prix des produits manufacturés hors énergie ont également poursuivi leur mouvement à la hausse qui a débuté en septembre 2000, bien que leur progression sur un an reste mesurée avec 1,3% en mars et 1,4%

en avril 2001. Cette tendance à la hausse s'explique par les répercussions indirectes sur les prix à la consommation des évolutions des cours du pétrole et de la dépréciation de l'euro affichées antérieurement. Finalement, le rythme de la progression des prix des services au sein de la zone s'est accentué au début de l'année 2001 en raison principalement des hausses de certains prix réglementés et de la fiscalité indirecte. En effet, on est passé de 1,8% en termes annuels en décembre 2000 à 2,2% en janvier, février et mars 2001. Le taux de progression d'avril 2001 du sous-indice services s'élève à 2,4%.

GRAPHIQUE 6
VENTILATION DE L'IPCH DANS LA ZONE EURO (TAUX DE VARIATION ANNUEL)



Source: Eurostat

En ce qui concerne l'évolution de l'IPCH au cours des prochains mois, on peut penser que la tendance baissière sera éclipsée par la montée temporaire des prix des produits alimentaires non transformés, résultat de l'ESB et de l'épidémie de fièvre aphteuse. De plus, les répercussions des effets indirects des hausses antérieures des cours du pétrole et de la dépréciation de l'euro pourront probablement continuer pendant plusieurs mois, ce que suggère l'évolution récente des prix à la production. Les effets de ces facteurs, qui expliquent que les taux d'inflation sur un an ont été supérieurs à 2% pour une période prolongée, devraient s'effriter peu à peu au cours de l'année 2001. Le recul des taux de progression annuels de l'IPCH global de la zone euro en deçà de 2%, pour redevenir compatible avec la définition de la stabilité des prix retenue par le Conseil des Gouverneurs de la BCE, se produira donc en 2002.

1.1.5.2 Prix à la production industrielle

Le fléchissement des taux de variation annuels des prix à la production industrielle, entamé en novembre 2000, s'est poursuivi lors des premiers mois de 2001. En raison de l'effet de base favorable, le taux de variation annuel a ainsi diminué de 1,5 points de pourcentage entre octobre 2000 et mars 2001, passant de 6,6% à 4,1%. Le niveau des prix à la production industrielle n'a pourtant pas baissé au premier trimestre 2001, mais il s'est stabilisé par rapport au dernier trimestre de l'année 2000. Cette évolution de l'indice global masque cependant des développements hétérogènes en fonction des types de biens. On a relevé une baisse du niveau des prix des biens intermédiaires, eux-mêmes profitant d'une décreue sensible du prix du pétrole en euros entre le dernier trimestre 2000 et le premier trimestre 2001. En effet, le baril de Brent a coté en moyenne 28,4 euros entre janvier et mars 2001 contre 34,5 euros entre octobre et décembre 2000. Le taux de croissance annuel des biens intermédiaires a dès lors baissé régulièrement de 13,9% en octobre 2000 à 5,5% en mars 2001. Cette diminution des prix des biens intermédiaires a cependant été neutralisée par la hausse des prix des biens d'équipement et des biens de consommation. Ces derniers ont progressé de respectivement 0,9% et 3,1% sur base annuelle au premier trimestre 2001, contre respectivement 0,8% et 2,2% au trimestre précédent. Il s'agit probablement d'effets retardés de la hausse des prix à l'importation et des biens intermédiaires. A l'avenir, l'évolution des prix des biens intermédiaires devrait de nouveau suivre celle du prix du pétrole. En revanche, la tendance à la hausse des prix des biens d'équipement et des biens de consommation devrait se poursuivre jusqu'à ce que l'augmentation des coûts se soit complètement répercutée sur celle des prix.

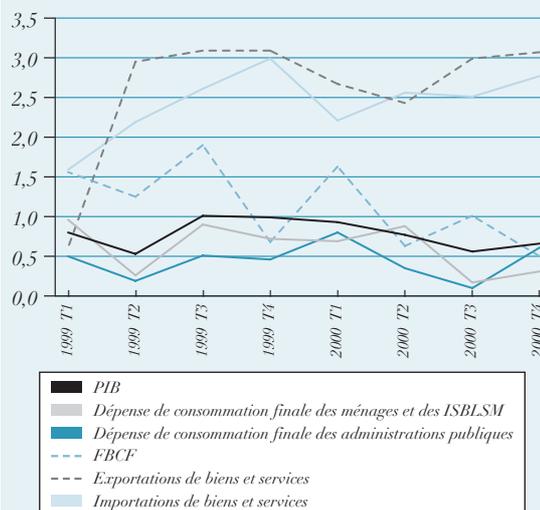
1.1.6 Evolution de la production, de la demande et du marché du travail

Pendant le dernier trimestre observé jusqu'ici (4/2000), la croissance du PIB dans la zone euro s'est légèrement accélérée par rapport au trimestre précédent: une

reprise de 0,1 point de pourcentage environ porte la croissance à 0,7%. Cette accélération est surtout due au développement de la consommation et notamment de la consommation privée (voir graphique 7). En même temps, la formation de capital a sensiblement décéléré de 1 à 0,5% au quatrième trimestre. Dans un environnement international de plus en plus incertain, la contribution à la croissance des exportations nettes est restée inchangée (0,2 p. p. contre 0,3 p. p. pour la consommation privée).

En comparaison annuelle, par contre, on observe une décélération de la croissance au deuxième semestre et plus précisément à la fin de l'année 2000. Le pic de la croissance aurait, selon les chiffres d'EUROSTAT, été atteint au deuxième trimestre. A l'exception des dépenses de la consommation des administrations publiques et des exportations nettes, les agrégats du PIB dans l'optique «dépense» ont tous contribué au ralentissement vers la fin de 2000¹.

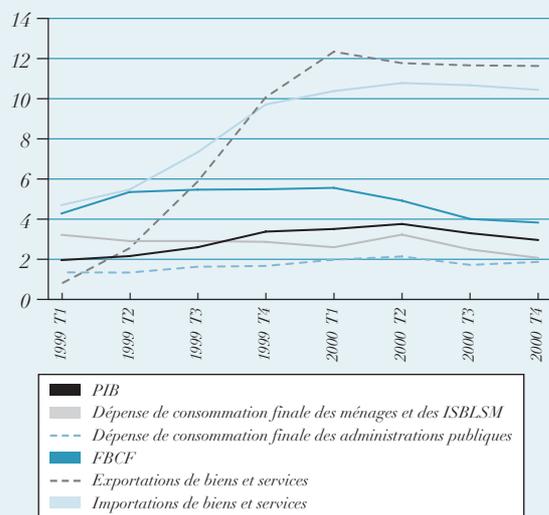
GRAPHIQUE 7
EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET
DE SES AGRÉGATS
(VARIATION TRIMESTRIELLE EN %)



Source: Eurostat

¹ Il convient de noter que les exportations nettes devraient avoir bénéficié du ralentissement de la demande domestique. Ainsi le résultat observé pour le solde extérieur risque d'être en partie trompeur. De plus, les importations et exportations, prises isolément, prennent en compte le commerce «intra» de la zone euro, de sorte qu'une croissance élevée des exportations n'est pas synonyme de leur contribution élevée à la croissance, puisqu'elles apparaissent pour une majeure partie également dans les chiffres relatifs aux importations de la zone euro.

GRAPHIQUE 8
EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET
DE SES COMPOSANTES
(VARIATION ANNUELLE EN %)



Source: Eurostat

En 2001, cette tendance à la baisse s'est probablement poursuivie. En l'absence de données pour les comptes nationaux du premier trimestre de l'année en cours, les indicateurs à court terme indiquent une faiblesse croissante de l'économie européenne. La production industrielle en janvier et février n'a crû que de 0,2% par rapport au dernier trimestre 2000, l'augmentation de la production des biens intermédiaires compensant la baisse de la production des biens d'équipement et des biens de consommation. Ces résultats, encore relativement favorables, contrastent cependant avec des enquêtes de conjoncture plus pessimistes dans le même secteur. Alors que la confiance dans l'industrie s'est progressivement effritée depuis mi-2000, elle s'est particulièrement détériorée en mars et avril de l'année courante. En effet, une baisse des commandes, des stocks en hausse et des anticipations de production moins optimistes laissent présager un affaiblissement continu de la conjoncture dans la zone euro au premier semestre 2001.

L'affaiblissement de la conjoncture outre-Atlantique est certainement responsable en partie de la baisse de régime sur le Vieux Continent et l'économie européenne devrait donc connaître en 2001 une croissance plus modérée. Celle-ci s'appuierait alors essentiellement sur la demande interne, qui devrait en effet rester soutenue. Le sentiment de confiance des consommateurs, resté élevé lors des premiers mois de 2001, est le reflet

d'une évolution positive du marché de l'emploi et d'un revenu disponible qui a été majoré directement par les réformes fiscales et indirectement par la baisse du prix du pétrole. Les ventes du commerce de détail, toujours en hausse au début 2001, corroborent cette vue d'un dynamisme soutenu de la demande interne et particulièrement de la consommation privée.

L'emploi dans la zone euro a progressé de 2% en 2000, avec une légère accélération dans le courant de l'année. D'une croissance de 1,8% au premier trimestre, on arrive à une variation estimée en termes annuels de 2,1% à la fin de l'année. De manière analogue, la progression d'un trimestre à l'autre est passée de 0,5% pendant les trois premiers trimestres à 0,6% au cours du dernier.

La croissance en terme d'emplois nouvellement créés (nets) a été, au quatrième trimestre, très forte dans le secteur des services (+2,8%), et plus particulièrement dans le domaine des services financiers et aux entreprises (+5,7%). La croissance est, de plus, portée par le secteur de l'industrie (+1,1%), à l'intérieur duquel le domaine de la construction s'est développé de manière particulièrement favorable (1,6% en variation annuelle au quatrième trimestre). Un recul de l'emploi a été observé, comme durant les années passées, dans le domaine de l'agriculture et de la pêche. Si les perspectives pour l'emploi, selon les résultats des enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises ou des directeurs d'achats, restent en général favorables, ils indiquent tout de même un ralentissement de la progression de l'emploi dès le début de 2001 et qui pourrait se prolonger sur le reste de l'année.

Au premier trimestre de l'année courante, le chômage dans les pays de la zone euro a continué à décroître. Le taux harmonisé au niveau européen s'est établi, en mars 2001, à 8,4%. Même si ceci reste une évolution positive, on note pourtant que la diminution du chômage ne semble pas se poursuivre au rythme observé au cours de l'année 2000 : ceci est en ligne avec les perspectives moins favorables du côté de l'emploi et s'explique aussi par une hausse du taux de participation.

1.1.7 Le commerce extérieur

L'entrée de la Grèce dans l'Union économique et monétaire au 1^{er} janvier 2001 modifie les statistiques du commerce extérieur de la zone euro. Pour obtenir des séries historiques à des fins de comparaisons temporelles, la modification consiste à établir les statis-

tiques de la zone euro à 12 Etats membres à partir des statistiques de la zone euro-11 en ajoutant les échanges de la Grèce avec l'extra zone euro et en soustrayant les échanges de la zone euro-11 avec la Grèce. En effectuant cette opération pour les statistiques de l'année 2000, le solde du commerce extérieur de la zone euro passe de +10,2 milliards d'euros (euro-11) à -11,6 milliards d'euros (euro-12).

L'impact de l'entrée de la Grèce dans la zone euro suscite donc une dégradation de la balance commerciale de la zone euro, principalement en raison de la déduction de l'excédent important de la zone euro-11 vis-à-vis de la Grèce. Il est préférable d'analyser les statistiques euro-12 plutôt que celles relatives à la zone euro pour les années antérieures à l'entrée de la Grèce dans l'Union économique et monétaire afin d'éviter une rupture de la série. A l'heure actuelle, ces statistiques sont disponibles auprès d'Eurostat en valeur sans être très détaillées et ne sont pas disponibles en volume.

Les commentaires qui suivent concernent les statistiques de la zone euro composée de 12 Etats membres y compris pour les années antérieures à l'entrée de la Grèce dans l'Union économique et monétaire.

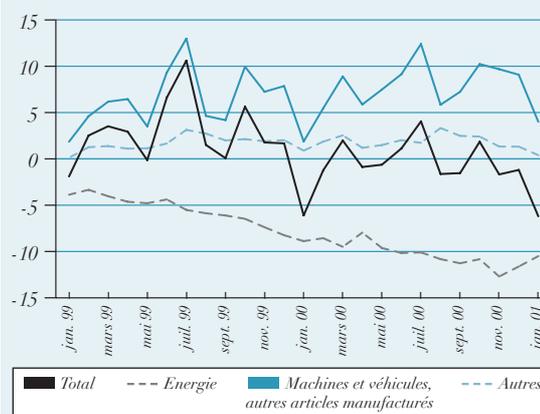
En données provisoires, le déficit du commerce extérieur atteint 7,2 milliards d'euros pour les deux premiers mois de l'année 2001, comparé à un déficit de 8,3 milliards pour la période correspondante de 2000.

Les données détaillées du mois de janvier 2001 qui présentent un déficit du commerce extérieur de 6,2 milliards d'euros en comparaison à 6,5 milliards d'euros en janvier 2000, permettent de mieux cerner les évolutions du déficit.

En janvier 2001, le déficit énergétique atteint 10,5 milliard d'euros et s'est accru de 1,6 milliard d'euros par rapport au mois de janvier 2000. Toutefois, depuis le mois de novembre 2000, le déficit s'est réduit et retrouve le niveau des mois de juin et juillet 2000. Le déficit des matières brutes a augmenté de 0,4 milliard d'euros et atteint 2,6 milliards d'euros en janvier 2000.

L'excédent des machines et véhicules atteint 6 milliards d'euros en janvier 2001 et double ainsi par rapport à janvier 2000. Cette bonne performance est compensée par une dégradation du déficit des autres produits manufacturés qui se chiffre à 2 milliards d'euros en janvier 2001 contre environ 1 milliard en janvier 2000.

GRAPHIQUE 9
SOLDE DU COMMERCE EXTERIEUR EURO-12
(EN MILLIONS D'EUROS)



Source: Eurostat

1.1.8 La balance des paiements

De même que pour le commerce extérieur, l'entrée de la Grèce dans l'Union économique et monétaire entraîne une rupture de série dans les statistiques de la zone euro. En effet, la structure de la balance des paiements de la Grèce modifie celle de la zone euro. L'analyse des évolutions de la balance des paiements de la zone euro-12 est restreinte du fait du peu de données historiques disponibles pour la zone euro-12.

- Le compte des transactions courantes

La structure de la balance des paiements de la Grèce modifie celle de la zone euro de la manière suivante pour l'année 2000 :

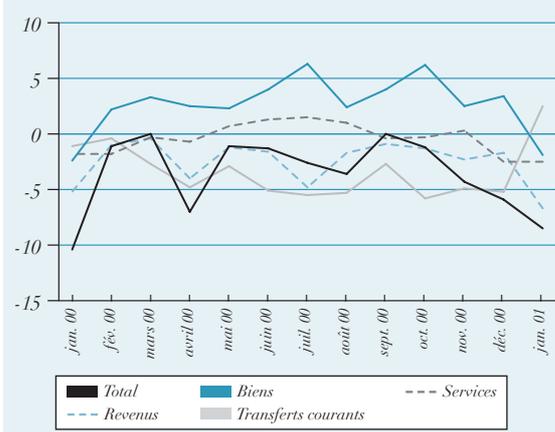
L'excédent des biens se réduit de 23 milliards d'euros, en conséquence de la suppression de l'excédent de la zone euro vis-à-vis de la Grèce dans les statistiques de la zone (euro-12). Le déficit des services diminue notamment en raison des recettes importantes générées par le tourisme et le transport maritime grecs et atteint 3 milliards d'euros pour la zone euro-12 contre 13,5 milliards pour euro-11. Le déficit des revenus augmente légèrement de 1,2 milliard d'euros. Le déficit des transferts courants s'améliore de 3,6 milliards, en raison essentiellement des transferts des institutions européennes (celles-ci, par convention, ne font pas partie de la zone euro) vis-à-vis de la Grèce, qui sont dorénavant considérés en tant que recettes pour la zone euro.

Pour le compte courant de la zone euro, l'entrée de la Grèce dans l'Union économique et monétaire entraîne un accroissement du déficit. Pour l'année 2000, cette augmentation s'élève à 10,2 milliards d'euros, le déficit du compte courant de la zone euro-12 atteint 38,5 milliards d'euros.

Pour l'année en cours, le déficit du compte des transactions courantes de la zone euro-12 se chiffre à 8,5 milliards d'euros en janvier 2001 contre 10,4 milliards en janvier 2000. Cette diminution du déficit résulte avant tout de l'amélioration du solde des transferts courants qui est excédentaire de 2,5 milliards d'euros en janvier 2001 contre un déficit de 1,1 milliard en janvier 2000. Le déficit des biens s'est légèrement amélioré et se chiffre à 1,9 milliard d'euros en janvier 2001 en comparaison de 2,4 milliards en janvier 2000.

Ces améliorations ont fait plus que compenser la dégradation des déficits des services et des revenus. Le déficit des services s'élève à 2,5 milliards d'euros en janvier 2001, contre 1,8 milliard en janvier 2000 et celui des revenus atteint 6,7 milliards d'euros en janvier 2001 contre 5,2 milliards en janvier 2000.

GRAPHIQUE 10
SOLDE DU COMPTE COURANT EURO-12
(EN MILLIARDS D'EUROS)



Source: BCE

- Le compte de capital

L'excédent du compte de capital de la zone euro-12, qui comprend les transferts en capital (par exemple les transferts des migrants et les remises de dettes) et les transferts d'actifs non produits, reste presque stable. Il se chiffre à 1,4 milliard d'euros en janvier 2001 contre 1,5 milliard en janvier 2000.

- Le compte financier

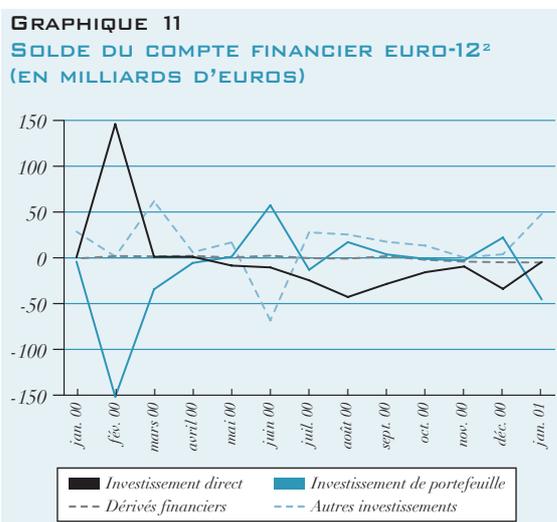
Pour le compte financier de l'année 2000, l'entrée de la Grèce dans l'Union économique et monétaire se traduit par une légère hausse des sorties nettes d'investissement direct et une réduction des sorties nettes d'investissement de portefeuille. Les données historiques de la zone euro-12 pour le compte financier sont disponibles pour les principales catégories: investissements directs, investissements de portefeuille, dérivés financiers et autres investissements.

Le mois de janvier 2001 a été caractérisé par d'importants investissements de portefeuille à l'étranger d'un montant de 45,5 milliards d'euros. Ces placements nets à l'étranger concernent aussi bien les titres de participations (actions, parts, certificats de participations, etc.), qui atteignent 19,9 milliards d'euros, que les titres de créances (obligations, bons du trésor, instruments du marché financier) dont les placements s'élèvent à 25,5 milliards d'euros. En particulier, les non-résidents de la zone euro ont vendu des titres de la zone euro pour un montant de 11,2 milliards d'euros, ce qui n'était pas survenu depuis février 2000. Par contre, les investissements en titres étrangers par des résidents de la zone euro se sont situés au niveau de la moyenne mensuelle pour l'année 2000.

Le fait marquant de ce mois de janvier est le retournement de situation des placements en titres de créance. Les sorties nettes de titres de créance (c'est-à-dire les ventes moins les achats de titres émis dans la zone euro par des non-résidents, plus les achats moins les ventes de titres émis hors zone euro par des résidents), constatées en janvier 2001, contrastent avec les entrées nettes durant l'année 2000. Elles s'élevaient notamment à 17,2 milliards d'euros en décembre 2000. Cette

évolution peut s'expliquer par la conjugaison de deux facteurs. D'une part, les marchés ont anticipé une baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et des gains immédiats en capitaux sur le marché des obligations américaines. D'autre part, l'offre nette de fonds publics à long terme dans la zone euro a diminué en janvier 2001 en raison principalement du rachat de la dette publique par un Etat membre de l'Union économique et monétaire.

Les sorties nettes d'investissements directs sont restées faibles avec 4,5 milliards d'euros, en comparaison à 33,9 milliards d'euros au mois de décembre 2000.



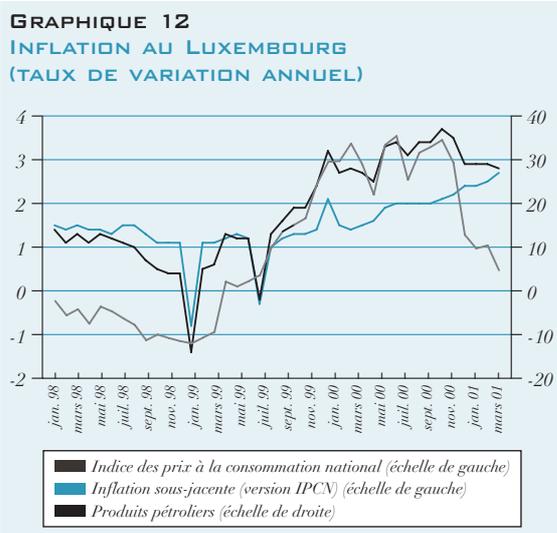
Source: BCE

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 L'évolution des prix et des coûts

1.2.1.1 Prix à la consommation

L'inflation au Luxembourg, telle que mesurée par les variations annuelles de l'indice des prix à la consommation (IPC), a fléchi au début de l'année 2001, en passant de 3,5% en décembre 2000 à 2,9% en janvier, février et mars 2001 pour s'établir à 2,8% en avril 2001. Rappelons que l'IPC global a progressé de 3,2% en moyenne annuelle en 2000.



Source: STATEC

Le recul de l'inflation relevé au début de l'année 2001 est lié à l'évolution des prix des produits pétroliers. En effet, le sous-indice des produits pétroliers, pondéré à 54,6 pour mille dans l'IPC, a diminué de 12,1% entre décembre 2000 et avril 2001. Cependant, l'évolution du sous-indice des produits pétroliers a été affectée d'une certaine volatilité au début de l'année en cours, due aux variations des cours du pétrole en euro sur les marchés internationaux. Ainsi, les prix des produits

pétroliers ont été un facteur inflationniste important au 1^{er} mars 2001, avec un taux de variation mensuel de +3,8%, alors que l'incidence du sous-indice en question sur l'inflation a baissé en janvier, février et avril 2001, ainsi qu'en témoignent les taux de variation mensuels négatifs.

L'inflation sous-jacente³, qui permet de mieux suivre l'évolution des prix issue du processus économique par l'exclusion des biens dont les prix sont les plus volatils, a continué sa hausse au début de l'année 2001. En effet, l'inflation sous-jacente est passée de 2,2% en termes annuels en décembre 2000 à 2,4% en janvier et février 2001 pour atteindre 2,5% en mars et même 2,7% en avril 2001. Cette hausse de l'inflation sous-jacente s'explique, entre autres, par le dynamisme de la conjoncture, par l'impact de la hausse des coûts salariaux et par les répercussions indirectes des hausses antérieures des cours du pétrole sur les prix des autres biens et services.

Le taux de progression du sous-indice «services» a connu une impressionnante hausse au début de l'année 2001. En effet, le taux de variation sur un an du sous-indice «services» est passé de 2,3% en décembre 2000 à 3,5% au 1^{er} avril 2001. L'évolution récente des prix des services est particulièrement élevée à la fois en termes mensuels et annuels, si on les compare aux taux de variation observés dans le passé. Ainsi, le taux de variation annuel d'avril 2001 n'a jamais été atteint dans la série IPCN dont les observations remontent pourtant jusqu'à janvier 1995. Quant aux variations mensuelles, il y a lieu de noter que la hausse de 1% en janvier n'a jamais été atteinte et que la hausse de 0,5% d'avril n'a été dépassée qu'en octobre 1997, mai 1999 et janvier 2001. Les retombées des deux dernières tranches indiciaires continuent à influencer les prix des services. Le lien de causalité entre l'indexation automatique et les prix des services est documenté dans le constat qu'après chaque hausse automatique des

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

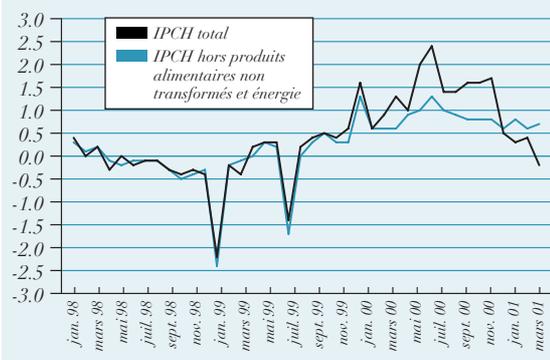
3 Le Statec établit la série en question en excluant de l'indice global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao et chocolat en poudre, le gaz de ville, le gaz naturel, le gaz liquéfié, les combustibles liquides, les combustibles solides, le gas-oil, l'essence, les lubrifiants, les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

salaires au cours des six dernières années, on observe une augmentation des prix des services⁴. En raison de la rigidité à la baisse des prix des services, ces derniers dégageront une contribution importante à l'inflation sur toute l'année en cours. Cette contribution s'accroît en raison, d'une part, de la hausse du salaire social minimum en début d'année et, d'autre part, de l'indexation automatique d'avril 2001. Rappelons, dans ce contexte, que la moyenne semestrielle de l'indice rattaché à la base du 1^{er} janvier 1948 a dépassé la cote d'échéance de 618,56 points de l'échelle mobile des salaires au 1^{er} mars 2001, déclenchant ainsi une majoration de 2,5% des salaires, traitements, pensions et prestations sociales au 1^{er} avril 2001.

Les hausses récentes de la division «produits alimentaires et boissons non alcoolisées», à savoir 3,8% au cours du premier trimestre par rapport à la même période de l'année précédente, s'expliquent par l'effet de conditions météorologiques défavorables sur l'offre et par d'autres effets saisonniers. Or, l'évolution récente de la division en question résulte également des préoccupations sanitaires liées à l'épizootie d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) et des conséquences des mesures préventives prises contre l'épidémie de fièvre aphteuse.

La comparaison internationale du rythme de hausse de l'IPCH⁵ global permet de conclure que le différentiel d'inflation par rapport à la zone euro, qui a été en défaveur du Luxembourg depuis la mi-1999, s'est amélioré au cours des derniers mois au point de tourner en faveur du Luxembourg en avril 2001⁶. Par contre, le différentiel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie reste en défaveur du Luxembourg en début d'année et pourrait le rester tout au long de l'année 2001. Il convient de préciser que ce dernier différentiel a été assez stable, par rapport à la zone euro, au début de l'année 2001 avec des valeurs entre 0,6% et 0,8% en défaveur du Luxembourg.

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



Source: Eurostat

En 2001, le problème de l'inflation ne devrait s'apaiser qu'en partie. Selon nos dernières prévisions, on devrait certes assister à une baisse de l'inflation annuelle en 2001 par rapport à 2000 et ceci aussi bien pour l'IPCH que l'IPCH, mais cette baisse serait essentiellement imputable à une contribution moins importante du sous-indice énergie. En effet, l'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCH hors énergie, devrait se maintenir à un niveau élevé au cours de l'année 2001, en raison notamment de la hausse des prix des services.

1.2.1.2 Prix à la production industrielle

Le niveau des prix de vente des biens industriels n'a que légèrement augmenté au début de l'année. En janvier et février, le niveau a chaque fois reculé, pour remonter de nouveau en mars. Cette quasi-stabilisation des prix s'observe via la décélération des taux de variation annuels, un recul qui a déjà été entamé au troisième trimestre de l'année passée. Mais, comme dans la zone euro où on a aussi pu observer une stabilisation du niveau des prix, cette évolution plutôt favorable est largement imputable aux prix des biens intermédiaires. En effet, ces der-

⁴ Voir l'encadré intitulé «L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique» publié dans le Rapport annuel 2000 de la Banque centrale du Luxembourg pour une analyse plus détaillée du lien entre l'indexation automatique et l'évolution des prix des services.

⁵ L'IPCH met l'accent, entre autres, sur la comparabilité entre les indices des différents pays. Il a donc été utilisé dans le cadre des comparaisons internationales comprises dans le présent Bulletin. A noter que l'IPCH est utilisé comme référence dans la politique monétaire de l'Eurosystème.

⁶ Cette diminution du différentiel de l'IPCH global avec la zone euro s'explique en grande partie, mais pas exclusivement, par une plus forte sensibilité au Luxembourg des prix des produits pétroliers au prix du pétrole brut et ce pour plusieurs raisons. D'abord, le poids des produits énergétiques dans l'IPCH est plus fort au Luxembourg. Ensuite la sensibilité des prix des produits énergétiques destinés à la consommation par rapport aux cours mondiaux du pétrole est également plus forte au Luxembourg en raison d'une taxation fixe plus faible. Il s'ensuit que le différentiel évolue en faveur du Luxembourg en période de baisse des prix du pétrole.

niers ont reculé lors des trois premiers mois de l'année alors qu'ils n'avaient cessé d'augmenter en 2000. Ce repli s'explique par la décrue du prix du pétrole qui a connu un développement plus favorable que l'année passée. En moyenne, il a en effet baissé de 17,7% au premier trimestre 2001 par rapport au trimestre précédent. Au mois d'avril, il a de nouveau repris du terrain à 29,8 EUR contre une moyenne de 28,4 EUR au premier trimestre 2001. L'OPEP, qui compte pour environ 40% de la production mondiale, a su faire respecter les quotas de production par ses pays membres. Elle a ainsi pu

maintenir le prix du pétrole à un niveau relativement élevé. La baisse des prix des biens intermédiaires, qui, à l'avenir, devrait contribuer à alléger la pression à la hausse sur les prix des autres biens industriels, a cependant été contrebalancée par la hausse des prix des biens d'équipement et des biens de consommation. En effet, l'inflation sur ces deux types de biens s'est de nouveau accélérée au premier trimestre 2001. Il s'agit vraisemblablement d'effets retardés que les hausses antérieures du prix du pétrole et des biens intermédiaires exercent tout au long du processus de production.

Tableau 2 Prix à la production industrielle (en taux de variation annuel)

	1999	2000	T2-00	T3-00	T4-00	T1-01	jan.-01	fév.-01	mars-01
Ensemble des produits industriels	-3,9	4,7	5,8	6,2	5,1	4,3	5,2	4,2	3,6
Biens intermédiaires	-6,3	6,4	7,9	8,5	7,4	5,3	6,7	5,1	4,0
Biens d'équipement	-0,3	3,0	3,7	3,9	2,8	3,3	4,1	3,7	2,1
Biens de consommation	0,2	1,3	1,7	1,7	0,5	2,5	1,8	2,1	3,5

Source: STATEC

1.2.2 Industrie

De même que dans la zone euro, la production industrielle au Luxembourg est restée relativement robuste au début de l'année. Elle semble même avoir atteint un

nouveau record en février. Alors qu'une certaine faiblesse marque les biens de consommation non durables en raison probablement des répercussions des crises de la santé alimentaire, la croissance est restée soutenue pour les autres catégories de biens.

Tableau 3 Production par jour ouvrable dans l'industrie (en taux de variation annuel)

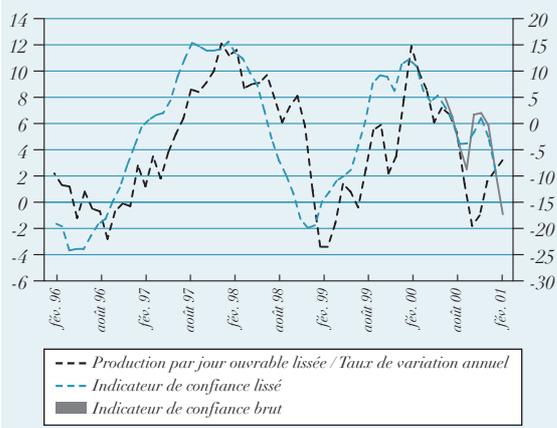
	1999	2000	T2-00	T3-00	T4-00	déc.-00	jan.-01	fév.-01
Ensemble de l'industrie	1,5	5,0	7,2	1,4	1,6	5,6	-0,2	4,2
Biens d'équipement	1,4	0,5	3,0	-15,3	16,3	54,6	9,9	9,9
Biens intermédiaires	4,4	7,4	9,0	4,4	2,9	2,0	4,6	3,9
Biens de consommation non durables	-3,6	1,9	6,2	1,0	-7,5	-5,0	-6,7	1,0

Source: STATEC

Les enquêtes de conjoncture qui vont jusqu'au mois d'avril offrent cependant une vue moins optimiste. En effet, les chefs d'entreprises sont beaucoup moins confiants en ce qui concerne la conjoncture au cours des prochains mois. Après une courte remontée au tournant de l'année, l'indicateur de confiance brut a sévèrement baissé à deux reprises en mars et en avril. Lors du dernier mois, il est retombé à son

niveau du premier trimestre 1999 – le dernier creux conjoncturel enregistré dans l'industrie. Les commandes nouvelles, plus particulièrement celles émanant de l'étranger, sont sensiblement en baisse. De même, les stocks s'affichent en hausse. Comme l'indiquent ces enquêtes, la production industrielle devrait donc encore perdre de l'allure au cours des prochains mois.

GRAPHIQUE 14
PRODUCTION ET SENTIMENT DE CONFIANCE
DANS L'INDUSTRIE



Source: STATEC, Calculs BCL

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

1.2.3 Construction

La conjoncture favorable dans le secteur de la construction s'est poursuivie en début d'année. Il est certes vrai que le chiffre d'affaires et la production par jour ouvrable ont connu un affaiblissement en janvier, mais il s'agissait d'un phénomène éphémère car les taux de croissance s'affichaient de nouveau dans le positif en février. Etant donné que le secteur de la construction est fortement dépendant des conditions climatiques, il y a souvent des événements non récurrents qui affectent la série statistique. Il reste à remarquer que la branche du bâtiment a crû au cours des derniers mois plus vite que le génie civil, une situation bien différente de celle qu'on a connue au cours des deux dernières années.

mois. En effet, la conjoncture devrait être soutenue par le manque de bureaux et de logements au Luxembourg. Cette opinion se trouve confirmée par les statistiques des autorisations à bâtir délivrées par les communes pour les constructions nouvelles et des reconstructions totales. Sur la période de janvier à mars 2001, le nombre de bâtiments, le nombre de logements ainsi que le volume bâti seraient en hausse de respectivement 6,8%, 5,8% et de 98,5% par rapport à la même période de l'année précédente. D'autre part, les crédits immobiliers consentis à des résidents connaissent une croissance ininterrompue au Luxembourg (à ce sujet, voir aussi le chapitre sur le secteur bancaire). Au premier trimestre de l'année, ils seraient en hausse de 14,6% par rapport à l'année précédente, avec une croissance de 4,6% pour le secteur résidentiel et de 134% pour le secteur non résidentiel. Finalement, les perspectives restent très favorables selon les enquêtes de conjoncture dans le secteur. Selon l'indicateur de la production assurée, la branche du bâtiment devrait connaître une évolution relativement plus favorable que le génie civil.

1.2.4 Commerce

Au début de l'année, l'activité commerciale est restée dynamique. Le chiffre d'affaires en valeur a grimpé de 11,9% sur base annuelle en janvier. La progression a été de 10,3% en volume. Comme lors des trimestres précédents, cette bonne performance est à mettre au compte du commerce de gros et de ventes et réparation d'automobile. Par contre, le commerce de détail, qui a connu en 2000 sa plus mauvaise année depuis 1996, ne semble toujours pas connaître de reprise. La hausse de 6% en janvier du chiffre d'affaires en valeur n'a pas eu de suite en février. En termes de valeur, les ventes n'ont progressé que de 2,1% en février; le volume des ventes

Tableau 4 *Chiffre d'affaires dans le secteur de la construction* (en taux de variation annuel)

	1999	2000	T2-00	T3-00	T4-00	déc.-00	jan.-01	fév.-01
Construction – Total	8,5	15,9	11,3	21,0	10,7	-1,1	-5,8	4,9
Génie civil	16,5	20,6	20,2	24,2	6,3	-12,6	-1,4	-10,7
Bâtiment	0,3	10,4	2,4	17,0	17,4	21,1	-10,0	23,7

Source: STATEC

Sur la base des fondamentaux économiques, le secteur devrait continuer à prospérer au cours des prochains

est, par contre, resté stable par rapport au même mois de l'année précédente.

Tableau 5 **Chiffres d'affaires en valeur dans le commerce** (en taux de variation annuel)

	1999	2000	T2-00	T3-00	T4-00	nov.-00	déc.-00	jan.-01	fév.-01
Commerce – Total	3,6	10,4	11,8	9,6	8,3	10,0	1,4	11,9	-
Commerce et réparation automobile	6,5	10,7	12,3	9,0	12,4	14,8	10,9	19,2	-
Commerce de gros	2,5	12,8	14,8	11,9	8,8	9,9	-0,9	16,8	-
Commerce de détail	4,3	3,9	3,4	3,7	4,0	6,6	1,0	6,0	2,1
Hôtels et restaurants	3,7	3,3	3,7	1,3	2,4	7,0	-2,4	24,7	-

Source: STATEC

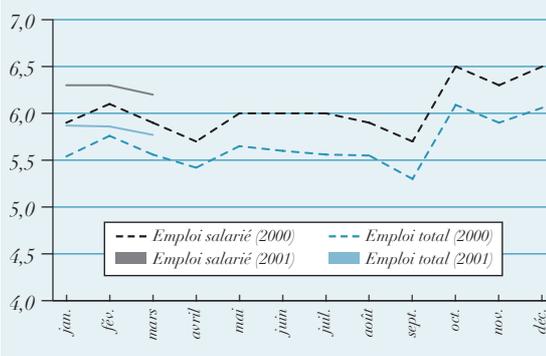
Notons aussi que les immatriculations de voitures s'affichent en recul de 1,2% sur les quatre premiers mois de l'année. Alors qu'en 2000, leur croissance pour l'année entière était déjà faible avec 3,2%, la performance en 2001 s'alignera au mieux sur celle de l'année passée. Il s'agit encore probablement des répercussions du prix du pétrole qui ont eu un impact négatif sur le pouvoir d'achat des ménages.

1.2.5 Marché du travail

- Emploi

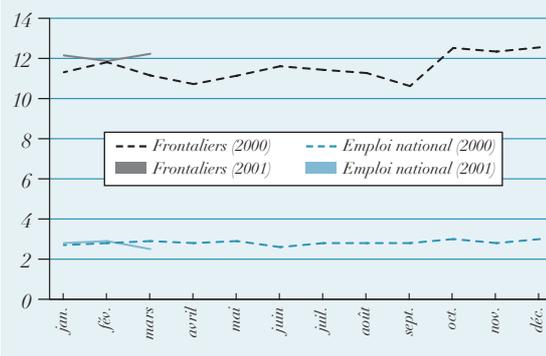
Bien que l'on s'attende à une croissance économique moins forte en 2001 qu'en 2000, la progression de l'emploi au premier trimestre n'est que peu freinée selon les estimations officielles. La croissance annuelle s'élèverait à plus de 5,8%, ce qui est un taux supérieur à la moyenne de l'année 2000 qui avait pourtant été une année record. Cette croissance très élevée est en partie due à un effet de base: l'emploi avait réalisé une augmentation exceptionnelle en octobre 2000, ce qui contribuera fortement aux taux de croissance annuelle tout au long des douze mois suivant cette date. L'évolution récente est marquée par une certaine décélération de la croissance de l'emploi national, en partie compensée par une progression forte de l'emploi frontalier.

GRAPHIQUE 15
VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI TOTAL ET DE L'EMPLOI SALARIÉ



Source: IGSS, STATEC

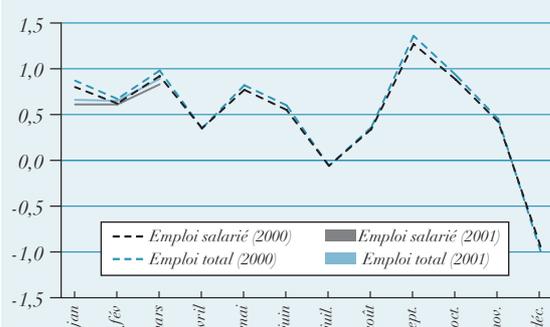
GRAPHIQUE 16
VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI NATIONAL ET DE L'EMPLOI FRONTALIER



Source: IGSS, STATEC

La variation *mensuelle* permet d'évaluer la dynamique actuelle avec plus de précision, puisqu'elle est moins influencée par les événements ayant eu lieu un an auparavant. En variation mensuelle on constate, pour chaque mois du premier trimestre, un taux de croissance légèrement en retrait par rapport à l'évolution de l'année précédente.

GRAPHIQUE 17
VARIATION MENSUELLE DE L'EMPLOI TOTAL ET DE L'EMPLOI SALARIÉ

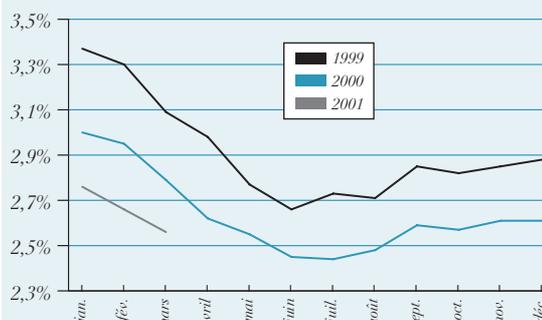


Source: IGSS, STATEC

A la fin du premier trimestre, l'emploi total intérieur atteint presque les 273 000 personnes (emploi salarié: 256 000) dont plus de 94 000 frontaliers. La création nette d'emplois depuis la fin du premier trimestre 2000 représente près de 14 900 (dont plus de 10 000 postes occupés par des non-résidents).

- Chômage

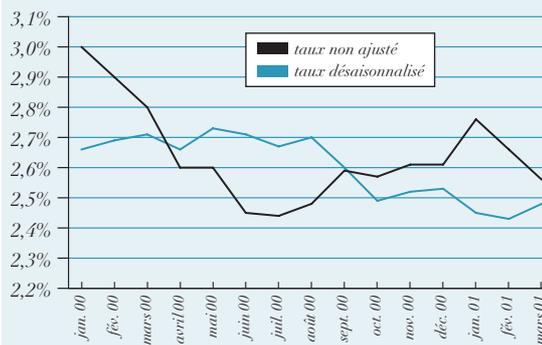
GRAPHIQUE 18
EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE (SENS STRICT)



Source: ADEM, IGSS, STATEC

Le taux de chômage a continué de diminuer. La baisse correspond à 0,25 points de pourcentage par rapport au premier trimestre 2000. Cependant, pour le dernier mois observé (mars 2001), on constate une légère hausse du taux à 2,48%, du moins lorsqu'on ajuste les chiffres pour les variations saisonnières usuelles.

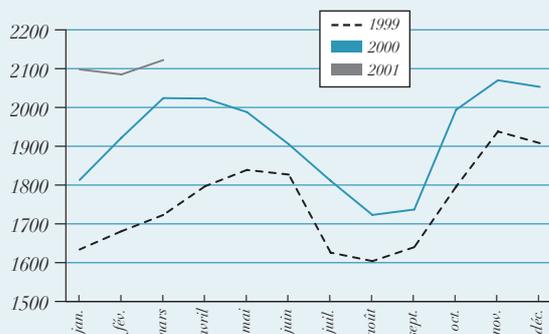
GRAPHIQUE 19
TAUX DE CHÔMAGE OBSERVÉ ET TAUX AJUSTÉ POUR LES VARIATIONS SAISONNIÈRES



Source: ADEM, IGSS, STATEC

Ce recul est en partie dû aux mesures spéciales pour l'emploi offertes aux personnes inscrites à l'ADEM comme demandeurs d'emploi. Le nombre de ces mesures a continué d'augmenter, mais la vitesse de la croissance a diminué au cours du premier trimestre et n'atteint plus, vers la fin du premier trimestre 2001, les taux impressionnants qu'elle avait réalisés pendant l'année 2000 (+9,8%). Dans ce domaine, il semble donc possible qu'un seuil maximum soit proche d'être atteint et que la contribution future de ces mesures à la baisse (en termes statistiques) du chômage soit moins prononcée qu'elle ne l'était pendant les années 1998 à 2000.

GRAPHIQUE 20
NOMBRE DES MESURES SPÉCIALES POUR L'EMPLOI



Source: ADEM

- Coût du travail

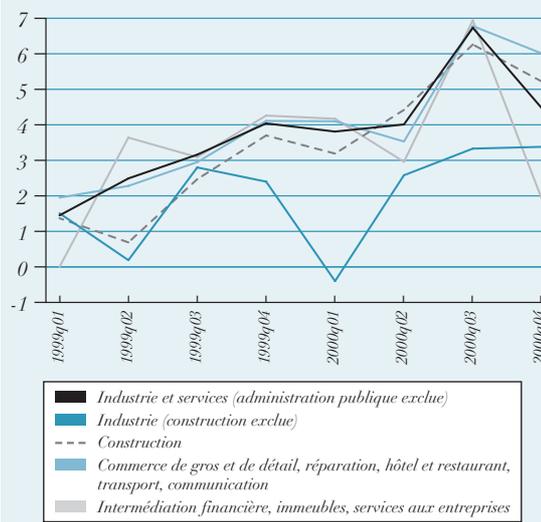
Le ralentissement économique au niveau international arrive au moment où les entreprises luxembourgeoises sont confrontées à des augmentations élevées du coût du travail. Les indexations automatiques récentes des salaires ont eu un impact visible sur l'index du coût du travail (labour cost index, LCI). A l'exception de l'industrie (hors construction), la totalité des secteurs privés⁷ a subi des augmentations du coût du travail au troisième trimestre 2000 dépassant les 6% en variation annuelle et atteignant, dans certains cas, presque les 7%. Pour le deuxième trimestre de l'année en cours, on peut s'attendre à une nouvelle hausse marquée des coûts, imputable à l'échéance d'une nouvelle tranche indiciaire au mois d'avril.

7 L'indice du coût du travail n'est pas disponible pour le secteur public.

8 Séries nominales et ajustées pour les variations saisonnières.

9 Ainsi, l'évolution apparemment assez défavorable en France est due à l'introduction de la semaine des 35h de travail.

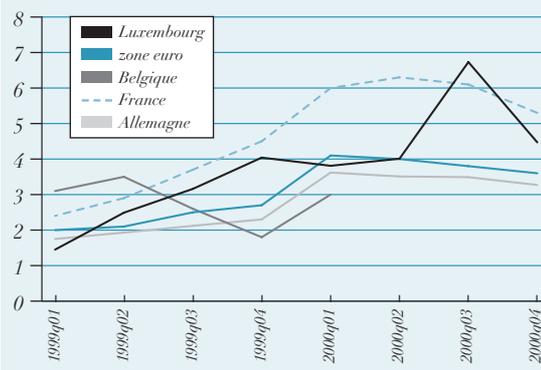
GRAPHIQUE 21
ÉVOLUTION DU COÛT DU TRAVAIL DANS L'ÉCONOMIE LUXEMBOURGEOISE⁸, TAUX DE VARIATION ANNUEL EN %



Source: Eurostat

L'augmentation des coûts du travail au Luxembourg a été bien plus élevée que dans les pays voisins ou dans la moyenne européenne. Néanmoins, il faut considérer que les comparaisons internationales de l'indice du coût du travail sont difficiles à réaliser suite à des différences méthodologiques et à des facteurs spéciaux⁹.

GRAPHIQUE 22
ÉVOLUTION DU COÛT DU TRAVAIL (ÉCONOMIE ENTIÈRE, À L'EXCLUSION DU SECTEUR PUBLIC), TAUX DE VARIATION ANNUEL EN %



Source: Eurostat

1.2.6 Le secteur financier

1.2.6.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

De janvier à fin avril 2001, la réduction du nombre des établissements de crédit s'est poursuivie au rythme déjà observé au cours des trois derniers trimestres de l'année 2000. Ainsi, durant les quatre premiers mois de

l'année en cours, trois fusions de deux banques en une seule et deux liquidations de banques ont pu être observées, alors qu'aucune nouvelle banque n'a été ajoutée au tableau officiel des établissements de crédit installés au Luxembourg.

La réduction nette du nombre des établissements de crédit de cinq unités au cours des mois passés est décrite dans le tableau ci-dessous :

Tableau 6 Modifications dans la population des établissements de crédit

<i>Fusions</i>		
<i>Etablissements fusionnés</i>	<i>Etablissements émergés</i>	<i>Entrée en vigueur</i>
SEB Private Bank S.A. BfG Bank Luxembourg S.A.	SEB Private Bank S.A.	07.03.2001
HELABA LUXEMBOURG Landesbank Hessen Thüringen International Bayerische Landesbank International S.A.	Bayerische Landesbank International S.A.	01.04.2001
<i>Fusion par absorption</i>		
Dexia Banque Internationale à Luxembourg Banque Labouchère (Luxembourg) S.A.	Dexia Banque Internationale à Luxembourg	16.02.2001
<i>Liquidations</i>		
Industrial Bank of Korea (Luxembourg) S.A. Robert Fleming & Co. Limited, succursale de Luxembourg		15.01.2001 28.02.2001

Source: BCL

Au 30 avril 2001, le nombre des établissements de crédit établis au Luxembourg se situe dès lors à 197 unités.

1.2.6.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

La somme des bilans provisoire des institutions financières monétaires s'est élevée à 729 000 millions d'euros au 31 mars 2001 contre 718 900 millions d'euros au 28 février 2001, soit une hausse de 1,40%.

Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de mars 2000 à mars 2001, la somme des bilans est en progression de 8,11%.

1.2.6.3 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

A la fin du mois de mars 2001, la somme des bilans des établissements de crédit s'est élevée à 674 442 millions d'euros, contre 647 749 à la fin du mois de décembre 2000 et 617 633 millions d'euros à fin mars 2000.

Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, la somme des bilans est en progression de 9,20%. Cependant, cette évolution n'a pas été linéaire, puisque les deux derniers mois de l'année 2000 ont été caractérisés par une diminution du bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois (passant de 661 163 millions d'euros à fin octobre 2000 à 647 749 millions au 31 décembre dernier); en revanche, le 1^{er} trimestre 2001 a été marqué par une somme des bilans en augmentation: + 4,12% sur ces seuls 3 mois (à rapprocher des 9,20% annuels entre mars 2000 et 2001).

Cette croissance des bilans des banques traduit une augmentation de leur volume d'activité. Elle s'analyse par l'étude des principales activités bilantaires des banques, à savoir les opérations interbancaires, les opérations avec la clientèle et, dans une moindre mesure en ce qui concerne le passif, les opérations sur titres; ces trois activités représentent ainsi près de 90% du total du bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois.

Le tableau ci-dessous reprend les principaux chiffres relatifs à ces différents postes du Bilan :

Tableau 7

	<i>Montants (en milliards de EUR)</i>			<i>Variations (en milliards de EUR et en pourcent)</i>				<i>Poids relatifs</i>
	<i>03/00</i>	<i>12/00</i>	<i>03/01</i>	<i>03/00-03/01</i>		<i>12/00-03/01</i>		<i>03/01</i>
				<i>EUR</i>	<i>%</i>	<i>EUR</i>	<i>%</i>	
Créances interbancaires	298,8	311,6	325,8	27,0	9,00	14,2	4,60	48,3%
Créances envers la clientèle	126,6	131,3	135,2	8,6	6,80	3,9	3,00	20,0%
Effets et autres valeurs mobilières à revenu fixe	149,3	156,0	158,4	9,1	6,10	2,4	1,55	23,5%
Autres actifs	24,4	28,9	34,6	10,2	41,70	5,7	19,70	5,1%
Autres postes: caisse, actions et autres VM à revenu variable, participations et parts dans des entreprises liées	18,5	19,9	20,4	1,9	10,30	0,5	2,50	3,1%
Total Bilan	617,6	647,7	674,4	56,8	9,20	26,7	4,12	100,0%

Source: BCL

Tableau 8

	<i>Montants (en milliards de EUR)</i>			<i>Variations (en milliards de EUR et en pourcent)</i>				<i>Poids relatifs</i>
	<i>03/00</i>	<i>12/00</i>	<i>03/01</i>	<i>03/00-03/01</i>		<i>12/00-03/01</i>		<i>03/01</i>
				<i>EUR</i>	<i>%</i>	<i>EUR</i>	<i>%</i>	
Dettes interbancaires	303,6	290,3	316,0	12,4	4,10	25,7	8,85	46,9%
Dépôts de la clientèle	204,1	226,9	216,3	12,2	6,00	-10,6	-4,70	32,1%
Dettes représentées par un titre	47,3	59,4	65,0	17,7	37,40	5,6	9,40	9,6%
Autres passifs	27,8	33,0	36,5	8,7	31,35	3,5	10,95	5,4%
Autres postes: capital et réserves, résultats, passifs subordonnés, provisions et corrections de valeurs	34,8	38,1	40,6	5,8	16,70	2,5	6,55	6,0%
Total Bilan	617,6	647,7	674,4	56,8	9,20	26,7	4,12	100,0%

Source: BCL

Telle qu'elle ressort des tableaux précédents, l'activité interbancaire représente donc toujours près de la moitié du bilan agrégé; le premier trimestre 2001 est marqué par une reprise sensible de cette activité, tant à l'actif qu'au passif, ce qui explique en bonne partie l'augmentation de la somme des bilans.

En ce qui concerne les opérations avec la clientèle, les créances sont en croissance au cours du premier trimestre 2001, notamment au mois de mars, après avoir connu une certaine diminution sur les deux derniers mois de l'année 2000.

Au niveau des créances sur la clientèle, on constate que la demande de crédits immobiliers destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg continue de progresser fortement au cours du premier trimestre 2001, mais moins fortement qu'au cours du dernier trimestre 2000 (+ 5,48% contre + 9,80%). Ainsi, le montant de crédits nouvellement accordés au cours du 1^{er} trimestre 2001 s'élève à 674 millions d'euros, soit 35 millions de plus qu'au cours du dernier trimestre 2000 ou 125 millions de plus qu'au cours du premier trimestre 2000 (+ 22,7%); il convient aussi de noter que ce montant représente quasiment le double des crédits immobiliers qui étaient consentis en moyenne sur la période 1993/1997 (350 millions d'euros environ). La part des crédits immobiliers nouvellement accordés au secteur résidentiel s'élève à 455 millions d'euros (67,5% du total), soit 35 millions de plus que la moyenne de l'année 2000; les crédits consentis au secteur non résidentiel poursuivent leur progression enregistrée au second semestre de l'année 2000: ils représentent ainsi 124 millions d'euros, contre seulement 53 millions au premier trimestre 2000. Quant aux

crédits aux non-résidents, ils restent stables à un niveau élevé d'environ 60 millions d'euros, observé depuis le troisième trimestre 2000.

Lors de la déclaration sur l'état de la nation, Monsieur le Premier Ministre a confirmé que la législation relative au remboursement de la TVA sur les logements ne serait pas modifiée dans le court terme et que la mise à disposition de logements additionnels au Luxembourg serait notamment stimulée par des avantages fiscaux accordés aux propriétaires. Ces mesures devraient sans doute contribuer à maintenir la demande de crédits immobiliers à un niveau élevé. Dans ce même contexte, on notera que la baisse récente des taux directeurs de l'Eurosystème pourrait également conduire à une décline des taux applicables aux crédits immobiliers, ce qui pourrait également stimuler la demande de crédits immobiliers.

Le montant du portefeuille «effets et autres valeurs mobilières à revenu fixe» a retrouvé son niveau d'octobre 2000, après une légère diminution fin 2000/début 2001; s'il continue de progresser en valeur absolue d'une année sur l'autre, sa part dans le bilan continue pourtant de baisser lentement.

Au passif, les dépôts ont par contre diminué de 10 milliards d'euros au cours du mois de janvier 2001 (la même baisse avait déjà été observée durant le mois de décembre 2000), pour ensuite se stabiliser. Il est à noter que ces dépôts avaient atteint un niveau élevé au cours du second semestre 2000, représentant jusqu'à 235 milliards d'euros (pour une moyenne de 190 milliards sur l'année 1999 et un peu plus de 200 milliards au premier semestre 2000).

NOUVELLE PRÉSENTATION DU BILAN AGRÉGÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

La nouvelle présentation des statistiques bilantaires résulte de la mise en application de la circulaire BCL 2000/158 relative à la modification du tableau statistique S 1.1. et du souhait de la BCL de fournir des statistiques bilantaires plus détaillées aux acteurs de la place financière ainsi qu'au public en général.

Afin de permettre au lecteur de disposer d'une série historique de données sur les bilans des éta-

blissements de crédit et de lui permettre de suivre l'évolution des différentes rubriques du bilan, la BCL publiera, au cours de l'année 2001, les statistiques bilantaires selon la nouvelle et l'ancienne présentation.

Le tableau suivant tente de rapprocher les nouvelles et anciennes rubriques. Il faut cependant souligner qu'il n'y a pas de correspondance au sens strict pour toutes les rubriques concernées.

Tableau 9

Tableau 3.4.2	Tableau 3.4.1
<i>Actif</i>	
Caisse	Caisse et avoirs à court terme
Crédits	
aux établissements de crédit	Créances sur les établissements de crédit
aux administrations publiques	Créances sur la clientèle et opérations de crédit-bail
aux autres secteurs	Créances sur la clientèle et opérations de crédit-bail
Portefeuille de titres autres que des actions	Effets, obligations et autres valeurs mobilières à revenu fixe
Instruments du marché monétaire	Effets, obligations et autres valeurs mobilières à revenu fixe
Portefeuille d'actions	Actions et autres valeurs mobilières à revenu variable
Portefeuille de participations et autres parts dans des entreprises liées	Participations et autres parts dans des entreprises liées
Actifs immobilisés	Autres actifs
Autres créances	Autres actifs
Total de l'actif	Total de l'actif

Tableau 10

Tableau 3.4.2	Tableau 3.4.1
<i>Passif</i>	
Dettes	
envers les établissements de crédit	Dettes envers les établissements de crédit
envers les administrations publiques	Dettes envers la clientèle
envers les autres secteurs	Dettes envers la clientèle
Titres de créances émis	Dettes représentées par un titre
Instruments du marché monétaire	Dettes représentées par un titre
Capital	Capital et réserves
Eléments assimilables au capital	Capital et réserves Passifs subordonnés Provisions et corrections de valeur
Réserves	Capital et réserves
Provisions et corrections de valeur	Provisions et corrections de valeur
Résultats	Résultats
Autres passifs	Autres passifs
Total du passif	Total du passif

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

Avec une augmentation nette de 631 emplois, soit une croissance de l'emploi de 2,38% par rapport au 31 décembre 2000, le secteur financier a confirmé une fois de plus sa bonne santé au cours des trois premiers mois de l'année 2001. L'analyse des chiffres les plus récents sur l'évolution de l'emploi au Luxembourg fait ressortir que le secteur financier au sens strict représente désormais 10% de l'emploi intérieur total et continue à afficher un taux de croissance supérieur à celui de l'emploi intérieur total, ce qui fait qu'il continue à être un des principaux moteurs du développement de l'emploi au Luxembourg, voire même dans la grande région. En effet, face à un accroissement de 5,8% de l'emploi intérieur total entre le 31 mars 2000 et la même date de l'année en cours, le taux de croissance de l'effectif du secteur financier s'élève à 11,5%.

Le secteur des établissements de crédit, qui représente la part la plus importante de l'effectif dans le secteur financier, continue également à afficher un taux de croissance remarquable.

Au cours du premier trimestre de l'année 2001, l'effectif dans les établissements de crédit fait état d'une augmentation nette de 429 unités, soit une croissance de l'emploi de 1,86% par rapport au 31 décembre 2000. En chiffres absolus, l'emploi dans les établissements de crédit luxembourgeois s'élève à la fin du mois de mars 2001 à 23 464 personnes, ce qui représente une hausse de 2 067 unités ou encore de 9,66% par rapport à son niveau observé au 31 mars 2000.

Il est intéressant de relever que malgré les liquidations et fusions bancaires (le nombre d'établissements de crédit est passé de 213 unités au 31 mars 2000 à 198 au 31 mars 2001) intervenues au cours des douze mois écoulés, le rythme de croissance élevé de l'emploi n'a pas été affecté 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. Ainsi, la hausse soutenue du volume des activités des banques de la place, telle que notamment reflétée en premier lieu dans la croissance de la somme des bilans, contribue

largement à promouvoir la demande de main d'œuvre. De plus, le développement des activités en relation avec les fonds d'investissements est important; les banques sont les administrations centrales des OPC luxembourgeois et assurent le rôle de banque dépositaire de leurs actifs. Compte tenu du développement rapide du nombre des OPC luxembourgeois et du volume des actifs sous gestion dans le secteur des OPC, la mise à disposition de ces services exige des besoins accrus en ressources humaines au niveau des banques luxembourgeoises.

Notons finalement qu'au 31 mars 2001, 33,5% de l'effectif des banques est de nationalité luxembourgeoise et 66,5% de nationalité étrangère. En chiffres absolus, l'effectif luxembourgeois dans les banques représente 7 853 personnes, ce qui équivaut à une hausse de 63 unités par rapport à fin mars 2000. En ce qui concerne les personnes de nationalité étrangère, leur chiffre s'élève à 15 611 unités et représente une hausse de 2 004 unités par rapport à fin mars 2000.

L'emploi dans les autres professionnels du secteur financier (PSF) montre également une évolution tout à fait remarquable avec un taux de croissance de 25,2% en glissement annuel.

Au 31 mars 2001, l'effectif dans les PSF s'élève à 3 706 unités, ce qui représente une hausse de 202 unités, soit 5,8%, par rapport au 31 décembre 2000. Il importe cependant de mettre cette évolution dynamique en relation avec l'évolution du nombre des établissements inscrits sur la liste officielle des PSF. Entre le 31 décembre 2000 et le 31 mars 2001, le nombre des PSF s'est accru de 17 unités pour atteindre un total de 130 établissements. Les établissements qui ont été portés sur la liste officielle entre les deux dates de référence emploient 106 personnes. Ainsi, en neutralisant cet impact, on observe une croissance de l'effectif de 96 unités, soit 2,7%, entre le 31 décembre 2000 et le 31 mars 2001. La neutralisation de cet accroissement du nombre des PSF ne permet cependant pas de réduire de manière significative le taux de croissance annuel de l'emploi dans le secteur; en effet, malgré ce redressement, le taux de croissance annuel de l'emploi dans les PSF au 31 mars 2001 est de 641 unités, soit 21,6%.

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

Tableau 11 Somme des comptes de profits et pertes en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois¹⁰

Rubrique des débits et des crédits		Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois (en millions de EUR)				
		2000/03	2000/06	2000/09	2000/12	2001/03
		1	2	3	4	5
1	Intérêts et dividendes perçus	11 540	22 347	35 555	48 788	14 874
2	Intérêts bonifiés	10 473	20 486	32 803	45 260	13 764
3	Marge sur intérêt	1 067	1 861	2 752	3 528	1 110
Revenus nets:						
4	sur réalisation de titres	171	300	271	327	54
5	sur commissions	863	1 596	2 373	3 030	764
6	sur opérations de change	64	177	190	293	96
7	sur divers	49	180	327	471	121
8	Revenus nets (4+5+6+7)	1 146	2 253	3 161	4 121	1 035
9	Résultat brut (3+8)	2 213	4 114	5 913	7 649	2 145
10	Frais de personnel	405	793	1 201	1 612	451
11	Frais d'exploitation	327	661	1 031	1 407	383
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	732	1 454	2 232	3 019	834
13	Impôts divers, taxes et redevances	25	48	66	88	25
14	Amortissements sur immobilisé non financier	69	133	212	307	77
15	Résultat avant provisions (9-12-13-14)	1 387	2 479	3 403	4 235	1 209

Source: BCL

Au cours du premier trimestre de l'année en cours, les activités des établissements de crédit se sont en grande partie déroulées dans le cadre d'un environnement financier international pour le moins tourmenté. Après une année 1999 au cours de laquelle le secteur financier a pu afficher de fastes résultats, qui, par ailleurs, ont pu être poursuivis au cours du début de l'exercice 2000, les derniers trimestres en date témoignent d'un retournement de situation.

Le début de l'exercice 2001 s'est déclaré dans un contexte financier nettement plus difficile.

Ainsi, l'apparition des premiers signes d'affaiblissement de l'économie américaine a eu des effets néfastes, notamment sur le développement des valeurs technologiques de tous bords, entraînant à la baisse les principales bourses mondiales et mettant brusquement

un frein aux bons résultats réalisés au cours de ces dernières années.

Ces développements d'outre-Atlantique ont certes eu des effets sur les principales places financières européennes, mais ceux-ci se sont fait sentir dans une moindre mesure. La fin du premier trimestre en date pour 2001 semble cependant aller dans le sens d'une légère amélioration de la situation financière internationale, mais il semble d'ores et déjà acquis que la rentabilité des établissements de crédit ait souffert de ces récents déroulements internationaux.

Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois au 31 mars 2001 confirment la nette progression de l'activité montrée par l'analyse de la somme des bilans. En effet, le montant des intérêts perçus progresse de près de 29% (14 874 millions

¹⁰ Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

d'euros, contre 11 540 millions au 31 mars 2000), alors que les intérêts bonifiés passent de 10 473 millions à 13 764 millions (+ 31,4%). Ainsi, la marge sur intérêts s'établit à 1 110 millions, soit 43 millions de plus que 12 mois auparavant (+ 4,1%), ce qui représente près de 7,5% du montant des intérêts perçus (contre 9,25% au 31 mars 2000). Dans ces conditions, la marge sur intérêts contribue à hauteur de 51,75% au produit bancaire (contre 48,2% il y a 12 mois ou 46% fin décembre 2000). Cette moindre croissance de la marge sur intérêts trouve son origine dans l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêts sur ces 12 mois.

Le développement favorable des revenus liés à des postes du bilan confirme le souhait des banques luxembourgeoises de développer et/ou de maintenir des activités complémentaires au «private banking» qui a pris une importance considérable sur la place financière au cours des dernières années. Cependant, il convient d'observer que ce développement de l'activité ne se répercute pas directement sur la rentabilité, puisque la marge sur intérêts ne parvient pas à progresser dans les mêmes proportions que le volume des activités.

L'augmentation de la part relative de la marge sur intérêts dans le produit bancaire se fait forcément aux dépens des autres types de revenus nets; ceux-ci s'élèvent en effet à 1 035 millions d'euros, contre 1 146 millions 12 mois auparavant (soit une diminution de 9,7%), ce qui représente 48,25% du produit bancaire.

Les différentes composantes du revenu hors intérêts évoluent de manière contrastée: alors que les revenus nets sur opérations de change et sur divers affichent une progression de 32 millions (+ 50%) et de 72 millions d'euros (+ 146%) en glissement annuel, le solde net sur commissions et le résultat sur réalisation de titres diminuent considérablement. Le solde net sur commissions diminue de près de 100 millions d'euros, pour s'établir à 764 millions (-11,5%), alors que les revenus nets sur réalisation de titres baissent de 117 millions (-68%) pour atteindre seulement 54 millions d'euros (171 millions au 31 mars 2000).

L'évolution défavorable des marchés financiers au cours des derniers mois explique en grande partie cette régression. D'une part, l'activité sur les marchés financiers est plus délicate, s'accompagnant ainsi de plus-values moins importantes voire même dans certains cas par des moins-values sur les opérations sur titres. D'autre part, le solde net sur commissions souffre également des turbulences observées sur les marchés financiers, puisque la clientèle des établissements de crédit

est plus réticente à investir sur les marchés des titres lorsque ces marchés sont à la baisse ou fortement volatils. Dans ce même contexte, il importe de noter que les établissements de crédit perçoivent également des commissions considérables de la part des organismes de placement collectif luxembourgeois (OPC) pour lesquels ils assument différentes fonctions (banque dépositaire, administrations centrales, etc.) et que ces commissions sont calculées sur la base de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC. La baisse des marchés financiers, qui a fait diminuer la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif luxembourgeois d'environ 12 milliards d'euros (-1,3%) entre le 31 décembre 2000 et le 31 mars 2001 (862,7 milliards d'euros à cette date), se répercute ainsi indirectement sur les commissions perçues par les établissements de crédit.

Le résultat sur commissions reste néanmoins la principale ressource de revenus hors marge sur intérêts, représentant près de 74% du total des revenus nets et 35% du produit bancaire; le montant des commissions perçues s'élève à un peu moins de 1 100 millions d'euros sur le premier trimestre 2001, alors qu'il s'est élevé à un peu plus de 4 400 millions sur l'année 2000 (pour un solde net de 3 030 millions d'euros).

Dans ces conditions, le produit bancaire s'élève à 2 145 millions d'euros, contre 2 213 millions au 31 mars 2000, soit une diminution de près de 3,1%. La progression de l'activité se fait donc bien dans un contexte de détérioration de la rentabilité brute.

Puisque les banques continuent d'embaucher massivement (cf. ci-dessus: hausse de l'effectif total 9,66% en un an), il est logique d'assister à un nouvel accroissement des frais de personnel et autres frais d'exploitation. Les charges de personnel s'élèvent ainsi à 451 millions d'euros au 31 mars 2001, contre 405 millions au 31 mars de l'année précédente, soit une progression de 11,35% sur 12 mois, supérieure à la croissance des effectifs. Cela sous-entend que le «salaire» moyen s'est amélioré. Quant aux autres frais d'exploitation, leur progression a été encore plus importante: +17,1%, représentant 383 millions d'euros au 31 mars 2001, contre 327 millions au 31 mars 2000. Le total des frais généraux représente ainsi 834 millions d'euros (soit plus de 100 millions de plus qu'au 31 mars 2000: 732 millions), soit une hausse annuelle de 13,9%, à comparer avec la diminution de 3,1% du produit bancaire. Dans ces conditions, le poids respectif de ces frais par rapport au produit bancaire s'est nettement accru: près de 39% au 31 mars 2001, contre seulement 33% 12 mois auparavant.

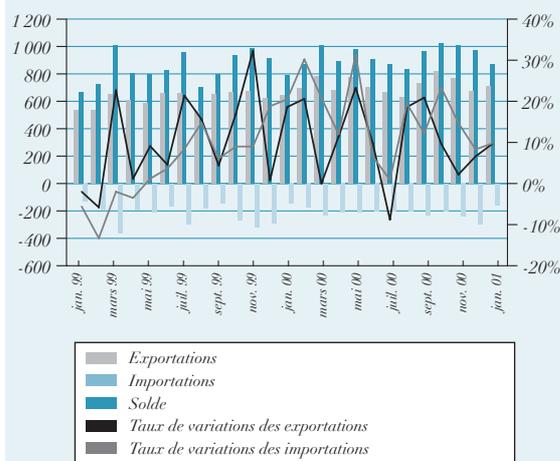
Compte tenu d'une stabilité des taxes et redevances diverses et d'une augmentation de 9 millions d'euros des amortissements sur actifs non financiers, les diverses évolutions constatées ci-dessus se traduisent par une détérioration du résultat brut avant provisions, qui ne s'établit qu'à 1 209 millions, contre 1 387 millions au 31 mars 2000, soit une baisse de près de 13% sur base annuelle.

1.2.7 Le commerce extérieur

Les chiffres pour le mois de janvier 2001, en données désaisonnalisées, indiquent une régression des exportations et importations respectivement de 9,3% et de 13% par rapport au mois de décembre 2000.

Le déficit du commerce extérieur s'élève à 160 millions d'euros pour le mois de janvier 2001, contre un déficit de 146 millions d'euros en janvier 2000.

GRAPHIQUE 23
COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG
SUR UNE BASE MENSUELLE (VALEURS)
(EN MILLIONS D'EUROS)



Source: STATEC

La croissance des exportations a atteint, en variation annuelle, 9,8% en valeur et 4,9% en volume pour le mois de janvier 2001. L'augmentation importante des prix à l'exportation (+4,7%) pour le mois de janvier est à mettre en parallèle avec la croissance des prix à la production dans les Etats membres de la zone euro sur la même période.

Les produits traditionnellement exportés par le Luxembourg ont connu des évolutions différentes au cours du mois de janvier. Ainsi, les exportations d'articles manufacturés en métaux communs, qui représentent

environ 30% du total des exportations, ont diminué en valeur de 1,1% en terme de variation annuelle.

La croissance des exportations totales résulte du développement favorable du secteur des machines et équipements et de celui des autres articles manufacturés classés d'après la matière première, qui ont crû respectivement de 24,6% et de 12,7%. Ces deux secteurs représentent à eux seuls près de 60% des exportations luxembourgeoises.

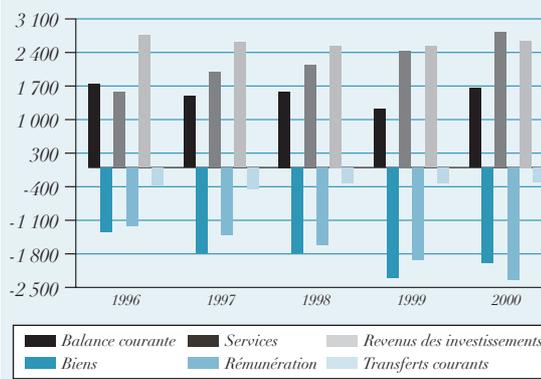
La croissance des importations, en variation annuelle, est légèrement plus faible que celle des exportations et atteint 9,7% pour janvier 2001. De plus, cette croissance se caractérise par une augmentation des prix à l'importation relativement faible puisque la croissance en volume est de 8,1%. Cette faible variation de l'indice des valeurs unitaires à l'importation s'explique en partie par la diminution des prix d'achat des produits pétroliers qui ont contrebalancé les augmentations des prix d'achat des autres produits.

Les termes de l'échange se sont ainsi améliorés pour la première fois depuis février 1999 sur une base mensuelle.

1.2.8 La balance des paiements courants

Durant l'année 2000, l'excédent de la balance courante a progressé de 35,7%. Comme par le passé, l'évolution positive de la balance des paiements courants du Luxembourg est fortement corrélée au développement de l'industrie des services au Luxembourg ainsi qu'aux revenus nets des investissements encaissés par les résidents luxembourgeois. Néanmoins, pour l'année 2000 cette progression résulte aussi d'une diminution du déficit de la balance commerciale.

GRAPHIQUE 24
BALANCE DES PAIEMENTS COURANTS
(EN MILLIONS D'EUROS)



Source: STATEC

En 2000, le déficit réalisé au niveau de la composante des marchandises s'est réduit de 13,8% par rapport à l'année précédente. Cette évolution atypique, compte tenu des croissances des déficits antérieurement réalisés par l'économie luxembourgeoise, s'explique en partie par une intensification des fournitures de marchandises à l'étranger (+19,1% soit le taux de croissance le plus fort réalisé depuis 1996) sous l'impact de l'amélioration de la situation conjoncturelle européenne. Ce sont particulièrement les secteurs des articles manufacturés en métaux communs et des machines et équipement qui en ont profité. Les produits de la sidérurgie ont ainsi connu une croissance en volume et en valeur sur l'année 2000.

Les importations ont augmenté de 11,6%, soit le taux le plus élevé réalisé depuis 1998, alors même que les compagnies aéronautiques résidant au Luxembourg n'ont pas acquis d'avions grands-porteurs en 2000. Rappelons à cet effet que les importations de matériel de transport, rubrique qui comprend les avions grands-porteurs, avaient fortement crû au courant de l'année 1999. La progression de la facture énergétique a contribué à 45% de la croissance des importations totales. Un autre facteur important de la croissance des fournitures reçues de l'étranger sont les importations d'articles manufacturés en métaux communs. La force motrice de cette croissance réside dans les importations de produits semi-finis qui sont ensuite réexportés après transformation éventuelle.

En terme de ventilation géographique, au cours de l'année 2000 les Etats membres de la zone euro fournissent plus que 80% des importations totales et achètent plus que 75% des exportations luxembourgeoises. Le seul changement notable, par rapport à l'année

1999, est la diminution des importations provenant des Etats-Unis. En effet, les avions grands-porteurs ont été achetés aux Etats-Unis en 1999.

L'excédent des services, en continuelle augmentation depuis 1995, se chiffre à 3 649 millions d'euros sur l'année 2000, soit une augmentation de 12,3% par rapport à l'année 1999.

Comme par le passé, cette croissance est essentiellement portée par la progression des services financiers, dont le solde a crû de 31% en 2000. Ce développement continu est à mettre en relation avec les prestations fournies par la place financière au niveau des organismes de placement collectifs et des activités de «private banking».

Les flux de services financiers contribuent à 50,2% des exportations de services et 41,6% des importations de services. A noter que les services financiers représentent 58% du total des services qui ont généré un surplus au courant de l'année 2000.

Les autres types de services internationaux excédentaires sont les voyages, les services de communication et les transports. Les voyages et les transports enregistrent des taux de croissance élevés avec respectivement 33% et 46%.

La forte croissance de l'excédent du poste voyage a été occasionnée, d'une part, par l'achat de produits soumis à des droits d'accises, dont notamment l'essence et le gasoil routier, dont l'augmentation en valeur résulte de la hausse des prix de vente au détail des produits pétroliers et, d'autre part, par la croissance du nombre de frontaliers. Il est à noter que les dépenses réalisées par les frontaliers au Luxembourg sont comptabilisées sous la rubrique voyage.

La progression du poste des transports résulte, quant à elle, essentiellement des bonnes performances de l'activité de fret aérien, qui est le fruit de l'utilisation des avions grands-porteurs achetés aux Etats-Unis au cours des années précédentes.

Le déficit enregistré au niveau des rémunérations des salariés ne cesse d'augmenter (+21,6% pour l'année 2000), notamment en raison de la progression continue du nombre de frontaliers actifs dans l'économie nationale ainsi que de la hausse des rémunérations dont ont profité les salariés non résidents, comme les résidents.

Le déficit des transferts courants s'est réduit de 4,9% au cours de l'année 2000. L'analyse des résultats diverge

Tableau 12

Les soldes de la balance des paiements courants

	1998	1999	2000
Opérations courantes	1 582	1 225	1 662
Biens ¹⁾	-1 782	-2 300	-1 982
Services	2 761	3 249	3 649
Rémunération des salariés	-1 616	-1 921	-2 336
Revenu des investissements ²⁾	2 538	2 524	2 642
Transferts courants	-318	-327	-311

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) y compris les bénéfices réinvestis

Source: STATEC

néanmoins en fonction du secteur qui contribue aux transferts. Ainsi le secteur des administrations publiques dégage un excédent qui continue de croître depuis 1999. Ceci est occasionné principalement par la progression des impôts et des contributions sociales payés par les frontaliers.

Les autres secteurs, par contre, dégagent un déficit dont le montant est fluctuant du fait même de sa composition. En effet, les transferts courants, réalisés par les secteurs autres que les administrations publiques, englobent aussi bien les envois de fonds des immigrants résidant au Luxembourg vers leurs pays d'origine que les primes (diminuées des commissions de service) et les indemnités d'assurance (autre que l'assurance vie) reçues et payées par les sociétés d'assurances et de réassurances domiciliées au Luxembourg.

1.2.9 Evolution en 2001

L'analyse par secteurs révèle la situation à laquelle l'économie luxembourgeoise sera confrontée au cours des prochains mois. En raison du ralentissement international, la demande qui s'adresse à notre secteur exportateur et en particulier à l'industrie devrait s'affaiblir. Ce phénomène devrait se traduire par une baisse de régime dans l'industrie ainsi que des exportations de biens. D'autre part, la baisse générale des marchés

financiers en début d'année a déjà eu un impact sur la performance du secteur bancaire (voir à ce sujet l'analyse du secteur bancaire). Elle entraînera de même un impact négatif sur les exportations de services. La contribution des exportations à la croissance devrait ainsi fortement diminuer en 2001.

Quant à la demande interne, elle pourrait être en mesure de compenser partiellement la faiblesse de la demande externe. Comme l'indiquent les autorisations à bâtir, l'investissement résidentiel devrait rester élevé et profiter au secteur de la construction au sens large. La consommation privée reste un facteur d'incertitude. Certes, la croissance de l'emploi, les réductions fiscales qui ont gonflé le revenu disponible des ménages et la baisse du prix du pétrole en début d'année, qui restaurent une partie du pouvoir d'achat perdu l'année passée, devraient jouer en sa faveur. Par contre, les indicateurs à court terme sur la consommation privée tels que les immatriculations de voitures et les ventes du commerce de détail n'en font pas état dans les statistiques les plus récentes.

1.2.10 Les finances publiques

Actualisation du programme de stabilité

La deuxième actualisation du programme de stabilité comprend les projections suivantes:

Tableau 13 Dépenses et recettes de l'administration publique: 2001 - 2003

	2001		2002		2003	
	en % du PIB	en milliards d'euros	en % du PIB	en milliards d'euros	en % du PIB	en milliards d'euros
Dépenses de l'administration centrale	27,1%	5,8	26,8%	6,2	26,7%	6,7
Recettes de l'administration centrale	27,4%	5,9	27,2%	6,3	27,1%	6,8
Solde	0,3%	0,1	0,4%	0,1	0,4%	0,1
Dépenses de la sécurité sociale	17,6%	3,8	17,2%	4,0	17,0%	4,3
Recettes de la sécurité sociale	19,9%	4,3	19,3%	4,5	19,1%	4,8
Solde	2,3%	0,5	2,1%	0,5	2,1%	0,5
Dépenses des administrations locales	6,0%	1,3	6,0%	1,4	5,6%	1,4
Recettes des administrations locales	6,0%	1,3	6,0%	1,4	5,6%	1,4
Solde	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0
Dépenses de l'administration publique	39,8%	8,6	39,1%	9,1	38,8%	9,7
Recettes de l'administration publique	42,6%	9,2	41,6%	9,7	41,2%	10,3
Solde	2,6%	0,6	2,5%	0,6	2,5%	0,6

Source: Ministère des Finances du Grand-Duché de Luxembourg: Deuxième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg pour la période 1999-2003, décembre 2000.

Le Conseil de l'Union européenne (ECOFIN) a rendu en date du 12 mars 2001 un avis relatif à ce programme. Le Conseil a félicité le Luxembourg pour son engagement durable en faveur de politiques économiques saines, en particulier sur le plan budgétaire et a noté avec satisfaction que les objectifs budgétaires fixés dans le programme de stabilité actualisé de 1999 ont été dépassés. Le Conseil a considéré en outre que le programme de stabilité actualisé de 2000 est conforme aux grandes orientations des politiques économiques.

Le Conseil a cependant noté que «Certes, l'excellente situation de ses finances publiques permet au Luxembourg de réduire sensiblement la pression fiscale; néanmoins, vu l'impulsion que cette réforme fiscale donnera à une économie en expansion rapide, où les hausses salariales s'accroissent déjà, le Conseil encourage le gouvernement à se préparer à imprimer une orientation plus restrictive à sa politique budgétaire si les risques inflationnistes devaient se préciser».

Le Conseil a en outre mis l'accent sur le risque majeur auquel sont exposées les finances publiques luxembourgeoises, à savoir le contrôle des dépenses publiques en cas de fléchissement inattendu de la croissance économique: «les dépenses publiques continuent d'augmenter à un rythme soutenu même si, selon les projections, leur ratio au PIB devrait diminuer de 2 points de pourcentage d'ici à 2003; par conséquent, le Conseil recommande au gouvernement luxembourgeois de surveiller étroitement l'augmentation des dépenses et d'être prêt à la limiter car elle pourrait fragiliser les finances publiques si la croissance réelle du PIB venait à ralentir».

Déclaration sur la situation économique, sociale et financière du pays

Le premier ministre a annoncé dans la «Déclaration sur la situation économique, sociale et financière du pays du mois de mai 2001» que le budget 2000 a pu être clôturé avec un «solide» bonus en raison de l'évolution conjoncturelle exceptionnellement bonne des économies luxembourgeoise et internationale en 2000 qui s'est répercutée comme suit:

- 40,7 milliards de francs d'impôts sur le revenu des personnes morales, soit 2,7 milliards de plus que ce qui était prévu dans le budget 2000 en raison de la bonne santé du secteur bancaire;
- 47 milliards de francs d'impôts sur le revenu des personnes physiques, soit 3,9 milliards de plus que prévu

dans le budget 2000, en raison de l'expansion impressionnante de l'emploi et des hausses des salaires;

- 18,9 milliards de francs de recettes par la taxe d'abonnement, soit 7,2 milliards de plus qu'anticipé;
- 8,5 milliards de francs de droits d'enregistrement et en particulier de droit d'apport, soit 3 milliards de plus que prévu;
- 39,2 milliards de francs de TVA, soit un excédent de 6,7 milliards;
- 28 milliards de francs d'accises dans le cadre de l'UEBL, soit supérieures de 4,8 milliards aux prévisions.

Le premier ministre, à l'occasion de sa déclaration, a révélé certains détails concernant la mise en œuvre de la deuxième étape de la réforme fiscale, dont l'entrée en vigueur est prévue pour 2002, concernant à la fois les personnes physiques et les entreprises:

a) Le tarif d'imposition des ménages sera plus avantageux qu'annoncé et s'articule autour des axes suivants:

- Taux d'imposition marginal minimal de 8 pour cent, et non pas 10 pour cent comme initialement annoncé;
- Taux marginal maximal de 38 pour cent;
- Le montant non imposable sera augmenté à 393 314 francs pour les célibataires et à 786 628 francs pour les couples mariés;
- La réduction de la charge fiscale pour l'année 2002 s'élèvera à 17 milliards de francs par rapport à l'année 2000;
- Les abattements seront tous maintenus sauf l'abattement pour investissements mobiliers qui sera progressivement réduit à zéro.
- Le montant déductible des impôts pour une pension privée augmentera de 48 000 à 70 000 francs par an. Cet abattement pourra atteindre 130 000 francs pour les salariés du secteur privé, les employés d'Etat et les indépendants qui débute plus tard dans la vie professionnelle avec la mise en place d'une pension complémentaire.

b) La réforme fiscale pour les entreprises entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2002 comme annoncé et comprendra les éléments suivants:

- Diminution de l'imposition moyenne des entreprises de 37,40 à 30 pourcent;

- Les bonifications fiscales selon l'article 152bis LIR pour investissements seront étendues sur l'actif immobilisé;
- L'article 164bis LIR pour les organes de la société sera assoupli et élargi (Organschaft);
- Cette mesure vaut également pour les dispositions relatives au privilège d'échelonnage (Schachtelprivileg).