

# Chapitre 1

---

LA SITUATION ECONOMIQUE  
ET FINANCIERE

1.1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	12
1.1.2	Les rendements des titres publics à long terme	12
1.1.3	Les marchés boursiers	13
1.1.4	Le taux de change de l'euro	15
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	19
1.1.8	La balance des paiements	20
1.2	La situation économique au Luxembourg	23
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	23
1.2.1.1	Prix à la consommation	23
1.2.1.2	Prix à la production industrielle et construction	25
1.2.2	Industrie	26
1.2.3	Construction	27
1.2.4	Commerce	27
1.2.5	Marché du travail	28
1.2.6	Le secteur financier	32
1.2.6.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	32
1.2.6.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	32
1.2.6.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	32
1.2.6.4	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	35
1.2.6.5	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	36
1.2.7	Le commerce extérieur	37
1.2.8	La balance des paiements courants	38
1.2.9	Perspectives d'avenir de l'économie luxembourgeoise en 2001	40
1.2.10	Les finances publiques	41

## 1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

Faisant suite à la réduction des taux directeurs du 10 mai 2001, le 30 août, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a décidé de baisser les taux directeurs de 25 points de base. Le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème, a été baissé à 4,25%. Ce changement prend effet à partir de l'opération devant être réglée le 5 septembre 2001. Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal a été réduit à 5,25% avec effet au 31 août 2001, de même que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est abaissé à 3,25%. Cette baisse des taux directeurs s'est inscrite dans le cadre d'une légère diminution des tensions inflationnistes. L'évaluation des informations contenues dans les deux piliers de la stratégie de l'Eurosystème en matière de politique monétaire indique que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié pour assurer la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro.

En ce qui concerne le premier pilier, le taux de croissance annuel de la masse monétaire M3 était de 5,9% durant la période allant de mai à juillet 2001. Cette croissance doit être corrigée pour exclure la détention par les non-résidents de titres du marché monétaire et de titres de créance à court terme. Selon les estimations de la BCE, ce biais contribue pour environ trois quarts de point de pourcentage à la croissance de M3. L'augmentation du taux de croissance annuel de la masse monétaire M3 au cours des derniers mois, doit être interprétée dans le contexte d'une courbe de taux d'intérêt relativement plate et d'un marché boursier en baisse. Ces faits ont contribué à une plus grande attractivité pour la détention de titres du marché monétaire et de titres de créance à court terme. De plus, les dernières augmentations des prix des produits pétroliers et alimentaires ayant comme effet d'accroître les besoins en balances de transaction du public, l'augmentation de la croissance de M3 au cours des derniers mois n'est vraisemblablement qu'un phénomène transitoire n'ayant pas d'implications directes sur la stabilité des prix à moyen terme. En outre, le ralentissement du taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé de la zone euro s'est poursuivi au cours des derniers mois.

S'agissant du second pilier, le ralentissement de l'activité économique semble lié, d'une part, à la détérioration de la croissance internationale pesant sur les exportations de la zone euro ainsi que sur l'investissement et, d'autre part, à la faible progression de la demande intérieure. En ce qui concerne l'évolution des

prix, quoique celle-ci reste toujours supérieure à l'objectif d'un taux d'inflation inférieur à 2%, nous avons observé une tendance à la baisse au cours des derniers mois.

Les incidences haussières qui étaient principalement provoquées par l'enchérissement des produits énergétiques et alimentaires provoqué par des crises principalement exogènes doit continuer à s'effacer progressivement. Le récent renforcement de l'euro et la plus faible progression de la demande devraient également contribuer à une moindre tension sur les prix.

Aux Etats-Unis, le ralentissement de l'économie s'est accentué au deuxième trimestre 2001. La détérioration d'importants indicateurs de l'économie américaine a incité la Fed à poursuivre l'assouplissement de sa politique monétaire. Au total, les 7 baisses de taux d'intérêt décidées durant cette année ont atteint un total de 300 points de base et le taux de l'argent au jour le jour est passé de 6,5% à 3,5%. La dernière baisse des taux directeurs (-25 points de base) a eu lieu en date du 21 août 2001. Dans son communiqué accompagnant l'annonce de cette dernière baisse des taux directeurs, le Président de la Fed était particulièrement pessimiste en estimant que les conditions économiques risquaient encore de se dégrader aux Etats-Unis et de peser également sur l'Asie, l'Amérique latine et l'Europe.

Par ailleurs, la Banque du Japon a réduit, le 19 mars 2001, ses taux directeurs dans le sillage de la détérioration de la conjoncture nipponne et des craintes de déflation. Ainsi, le Japon est revenu à sa politique de taux zéro qu'il venait seulement d'abandonner en août 2000. Les craintes de récession et de déflation ont conduit à un nouvel assouplissement monétaire en date du 14 août 2001. Ne pouvant plus abaisser ses taux d'intérêt, déjà proches de zéro, la Banque du Japon a décidé d'injecter des liquidités supplémentaires dans le marché via à la fois l'augmentation des encours des dépôts des banques commerciales et la hausse du plafond de ses prises de pension mensuelles.

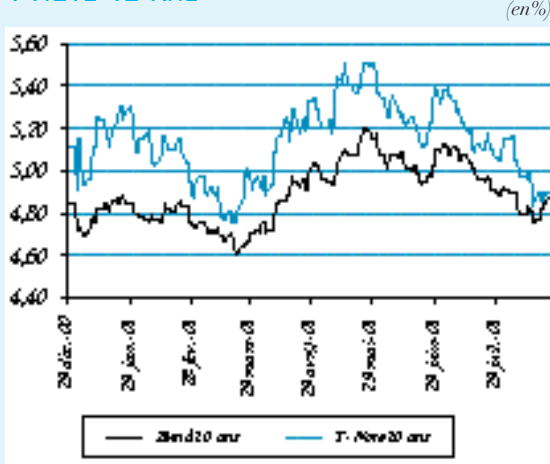
### 1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme

Après avoir diminué au cours des 3 premiers mois de l'année, les rendements des titres publics à 10 ans de la zone euro, représentés ici par l'obligation de l'Etat allemand «Bund 10 ans» se sont inscrits en hausse jusqu'à début juin. Ensuite ils se sont nettement repliés, avec un bref rebond à la mi-juin, afin de s'établir en date du 24 août 2001 à un niveau de 4,88% pour le Bund 10 ans. Les emprunts publics américains

à 10 ans ont connu une évolution globalement similaire à celle observée dans la zone euro. Le 24 août 2001, le rendement de l'emprunt obligataire public américain à 10 ans «T-Note 10 ans» s'est établi à un niveau de 4,92%.

La poussée sensible des taux obligataires à long terme, enregistrée au deuxième trimestre 2001, était liée au regain de confiance concernant une reprise prochaine de la conjoncture internationale. Or, les statistiques économiques publiées pendant les derniers mois ainsi que les multiples avertissements des entreprises concernant leurs résultats ont continué de peindre un tableau peu encourageant des perspectives économiques de part et d'autre de l'Atlantique. Si la zone euro paraissait longtemps à l'abri des influences du fort ralentissement économique des Etats-Unis, elle en ressent désormais les retombées. Les anticipations plus pessimistes des opérateurs de marché, quant à la gravité et à la durée probable du ralentissement économique international, semblent avoir exercé une certaine pression à la baisse sur les rendements obligataires à long terme ces derniers mois. Les investisseurs ne croient plus en un rebond rapide des marchés des actions, une situation dont profitent pleinement les obligations d'Etat. Dans le même temps, le repli des anticipations d'inflation devrait également avoir exercé des pressions à la baisse sur les rendements des emprunts publics à long terme.

**GRAPHIQUE 1**  
RENDEMENTS DU BUND 10 ANS ET DU T-NOTE 10 ANS



Source: Bloomberg

### 1.1.3 Les marchés boursiers

Après une chute au premier trimestre, l'indice Eurostoxx Broad s'est quelque peu repris en avril et en mai. Ensuite, il est reparti à la baisse dans un climat d'avertissements sur résultats et d'incertitudes quant à la conjoncture internationale. La baisse des cours a été déclenchée par l'annonce, effectuée par plusieurs entreprises importantes, de bénéfices moins élevés que prévus aux premier et deuxième trimestres et de la révision à la baisse de leurs prévisions de bénéfices pour l'ensemble de l'année 2001, principalement en raison des anticipations de ralentissement de la croissance économique mondiale. En août, le bilan pessimiste de l'économie américaine diffusé par le Beige Book de la Fed et par le FMI ainsi que les incertitudes émises par la BCE quant à la croissance de la zone euro au deuxième semestre 2001 ont alimenté d'avantage le repli des principaux marchés boursiers. En date du 24 août 2001, les cours de bourse dans la zone euro, mesurés par l'indice Eurostoxx Broad, ont perdu 16,7% sur l'année.

**GRAPHIQUE 2**

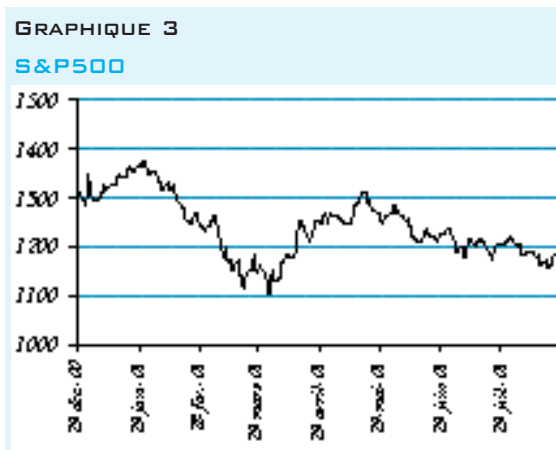
#### DJ EUROSTOXX BROAD



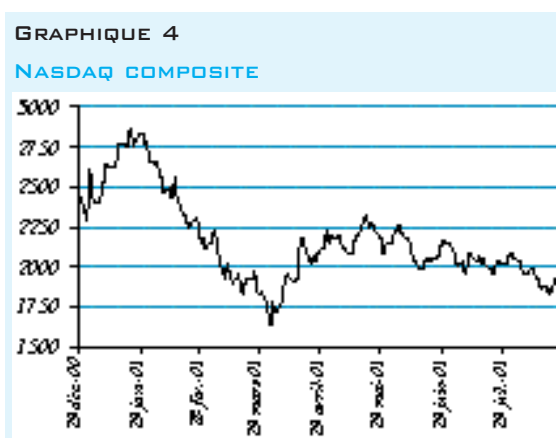
Source: Bloomberg

Aux Etats-Unis, les marchés ont commencé l'année en recul dans un contexte d'incertitude persistante quant aux perspectives de l'activité économique américaine. A partir du mois d'avril, les marchés ont repris confiance et sont repartis à la hausse dans le sillage du fort assouplissement de la politique monétaire américaine. Ensuite, les principaux indices boursiers ont de nouveau reculé au mois de juin. Ce nouveau repli semble être dû principalement aux innombrables annonces d'avertissements sur les résultats et les plans de restructuration et de réduction d'emplois.

Entre la fin du mois de juin et la fin du mois de juillet, les indices américains n'ont pas affiché de tendance claire et ils sont restés globalement aux mêmes niveaux que ceux observés à la fin du mois de juin. D'un côté, la poursuite d'une politique monétaire de baisse des taux directeurs a contribué à doper les cours des actions; d'un autre côté, la publication de données macro-économiques inquiétantes, les faibles bénéfices des sociétés au deuxième trimestre, liés à la détérioration des perspectives de croissance de l'économie mondiale, et l'annonce de plans de réduction de personnel sont autant d'éléments négatifs. Finalement, les bourses sont reparties à la baisse en août dans un climat d'inquiétudes croissantes quant à l'envergure et à la durée du ralentissement économique. Depuis le début de l'année, le S&P500 est en recul de 10,3% et le Nasdaq de 22,4%.



Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

Bouleversée par les craintes de récession, la bourse nipponne a commencé l'année sur une tendance baissière. Ensuite elle s'est accordé un rebond, dans le sillage de l'assouplissement monétaire opéré le 19 mars et de l'euphorie autour de l'avènement au pouvoir du nouveau Premier Ministre Koizumi, adepte de profondes réformes. Or, la faiblesse continue des fondamentaux économiques et les préoccupations suscitées par le niveau des créances douteuses dans le secteur bancaire ont déclenché un repli significatif de l'indice boursier «Nikkei» qui se retrouve à ses plus bas niveaux depuis 17 ans. Fin juin, le Japon a révisé à la baisse ses perspectives de croissance et estime désormais que cette dernière devrait plafonner à un taux de 1% pour l'année fiscale en cours.

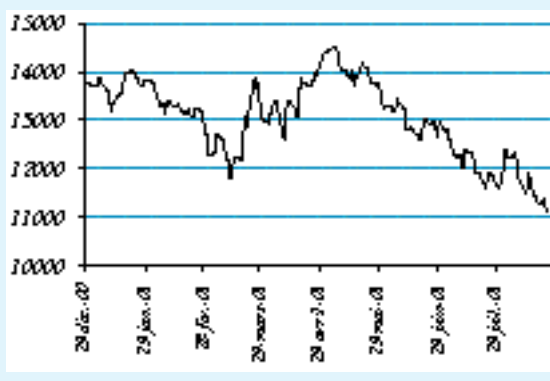
Dans ces circonstances, M. Koizumi a présenté un ambitieux programme de réformes dont les grandes lignes visent à la reprise économique progressive en 2002-2003, à une limitation du recours à l'emprunt obligataire sur le plan fiscal, à des nouvelles mesures de privatisation et à la résolution définitive des problèmes de créances douteuses dans les banques. Or, cet ambitieux programme de réformes devrait temporairement accroître le chômage en raison des faillites liées aux mesures drastiques que prendront les banques pour résoudre définitivement leurs problèmes de mauvaises créances.

Ensuite, le régulateur japonais (Agence des Services Financiers), a annoncé l'étude de mesures pour revitaliser le marché japonais des actions parmi lesquelles on peut citer le renforcement de son contrôle sur les courtiers, en particulier en matière d'information sur les produits d'investissement. Un nouveau système fiscal, permettant de déduire des impôts les pertes enregistrées en bourse, ainsi qu'une réduction de la taxe sur les plus-values est également à l'étude.

Finalement, au milieu du mois d'août, la Banque du Japon a décidé d'assouplir sa politique monétaire. Or, toutes ces mesures entreprises par les autorités japonaises n'arrivent pas à contenir la dégringolade de la bourse nipponne. La sortie du gouffre de l'économie japonaise semble tributaire de la relance de l'économie américaine, le marché américain étant particulièrement important pour les exportations japonaises. En date du 24 août 2001, le Nikkei 225 avait perdu 19% depuis le début de l'année.

GRAPHIQUE 5

NIKKEI 225



Source: Bloomberg

Le mois de juillet était également marqué par la situation alarmante d'instabilité financière des marchés émergents, déclenchée par les crises en Argentine et en Turquie. Néanmoins, jusqu'ici le pire a pu être évité, suite à l'adoption de plans de redressement et suite à l'octroi d'aides de la part du FMI.

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

L'euro s'est replié face au dollar US durant le premier semestre 2001. Il a enregistré son point le plus bas de l'année (83,65 cents US) le 5 juillet 2001 avant de se réorienter à la hausse. Le 24 août 2001, l'euro s'est établi à un niveau de 91,42 cents contre 94,27 cents à la fin de l'année 2000.

Durant les premiers mois de l'an 2000, le repli de l'euro face au dollar était principalement lié à l'optimisme des marchés quant à un rebond rapide de la croissance américaine. A partir du mois de mars, le recul de l'euro fut probablement dicté par l'inquiétude accrue quant à l'impact du ralentissement économique international sur les économies de la zone euro. De plus, dans ce climat d'incertitude quant à l'économie mondiale, le dollar a confirmé son statut de monnaie refuge.

A partir de juillet, les incertitudes croissantes, quant à l'envergure et à la durée de la détérioration de l'économie américaine, ont déclenché un changement de tendance en faveur de la monnaie européenne. Par ailleurs, la polémique autour de la politique du dollar fort a contribué au rebond de l'euro. Alors que le Secrétaire au Trésor américain continue à répéter sa ferme volonté de poursuivre la politique d'un dollar fort, plusieurs déclarations de la part des banquiers

centraux du G10 ainsi que de l'association des industriels américains soulignent leurs inquiétudes croissantes quant à l'impact négatif du dollar fort sur les exportations américaines ainsi que sur la stabilité des prix dans la zone euro.

A partir de la deuxième quinzaine du mois d'août, l'euro s'est renforcé davantage par rapport au dollar US, suite aux inquiétudes exprimées par la Fed et le FMI quant aux perspectives de l'économie américaine.

GRAPHIQUE 6

USD/EUR



Source: Bloomberg

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

##### 1.1.5.1 Prix à la consommation

Le rythme de progression annuel des prix à la consommation dans la zone euro, tel que mesuré par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est accéléré au cours des cinq premiers mois de l'année en cours en passant de 2,4% en janvier à 3,4% en mai 2001 avant de revenir en juin et juillet 2001 à respectivement 3,0% et 2,8%. A noter que la diminution des taux de progression annuels de l'IPCH au cours des mois de juin et juillet 2001 est essentiellement due à une baisse de la contribution des prix de l'énergie.

**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	2000	2000	2000	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001
			Avril	Mai	Juin	Juil.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Jan.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juil.			
<b>IPCH global</b>	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	3,4	3,0	2,8			
<i>dont:</i>																					
<b>Biens</b>	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	3,8	3,4	3			
<i>Alimentation</i>	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	5,3	5,4	5,4			
- 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	9,2	9,0	8,7			
- 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	2,0	2,2	2,5	2,8	3,0	3,3			
<i>Produits manufacturés</i>	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	3,1	2,4	1,8			
- 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	1,5	1,6	1,6	1,5			
- 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	8,6	5,5	2,9			
<b>Services</b>	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	2,5	2,5	2,5			
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	2,2	2,2	2,2			

Source: Eurostat

Le taux de progression annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, qui a augmenté depuis le deuxième semestre de l'année 2000, est passé de 1,7% en janvier 2001 à un taux stable de 2,2% au cours des mois de mai, juin et juillet 2001.

L'évolution du sous-indice énergie au début de l'année 2001 a été affectée par la volatilité des cours du pétrole libellés en euro. A noter surtout que le rythme de progression annuel des prix de l'énergie a fortement diminué en juin et juillet 2001 pour atteindre respectivement 5,5% et 2,9% après 8,6% en mai 2001.

Les prix des produits alimentaires non transformés au contraire ont poursuivi leur mouvement à la hausse au cours des sept premiers mois de l'exercice en cours. En effet, les taux sur un an ont atteint 4,5% en janvier 2001 pour atteindre des valeurs avoisinant 9% au cours des mois de mai, juin et juillet 2001. Cette évolution vigoureuse du sous-indice «produits alimentaires non transformés» résulte essentiellement des épizooties d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) et de fièvre aphteuse.

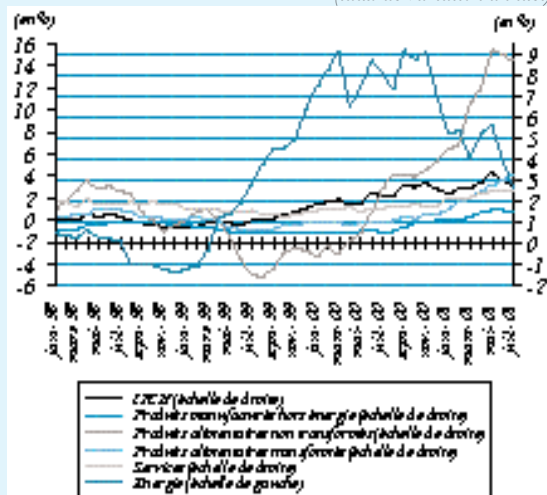
Au sujet des autres composantes de l'IPCH, on note surtout que l'accélération du rythme de progression des prix des produits alimentaires transformés a persis-

té au cours des sept premiers mois de l'année 2001 pour atteindre 3,3% en juillet 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. En effet, les taux de progression annuels ont atteint des valeurs proches de 1,5% au cours des derniers mois après un taux annuel de 1,1% en janvier 2001. Finalement, le rythme de progression des prix des services au sein de la zone s'est accentué au début de l'année 2001. En effet, les prix des services ont augmenté de 1,8% en termes annuels en décembre 2000 pour atteindre des taux de progression annuels de 2,5% en mai, juin et juillet 2001.

## GRAPHIQUE 7

### VENTILATION DE L'IPCH DANS LA ZONE EURO

(taux de variation annuel)



Source: Eurostat

En ce qui concerne l'évolution prévisible de l'IPCH, on peut penser que les tensions inflationnistes de 1999 et 2000 liées au prix des importations vont progressivement s'effacer. De plus, les pressions inflationnistes émanant du côté de la demande de l'économie sont en train de s'estomper. Les indications vont dans le sens d'un fléchissement progressif du rythme de croissance de l'indice harmonisé global aux cours des prochains mois et en 2002, de sorte que la stabilité des prix, telle que définie par le Conseil des Gouverneurs de la BCE, sera rétablie au cours du premier semestre 2002.

#### 1.1.5.2 Prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle ont de nouveau accéléré au deuxième trimestre de l'année. La progression de 0,6% par rapport au trimestre précédent fait suite à une stagnation du niveau des prix au début de l'année et est essentiellement à mettre au compte de l'évolution du prix du pétrole en euros. Ce dernier avait connu au premier trimestre une détente de 17,7% par rapport au quatrième trimestre 2000 pour ensuite regagner du terrain. En juillet, le baril de Brent a coté 29,4€, contre 31,7€ au deuxième trimestre et 28,4€ au premier trimestre 2001. Récemment, on a de nouveau pu relever une baisse, due en partie à l'appréciation de l'euro par rapport au dollar. Les prix de l'éner-

gie ont connu un cycle similaire à celui du prix du pétrole en euros, mais d'une amplitude plus faible. Du mois d'avril au mois de juin, les autres prix à la production industrielle, se sont caractérisés par des progressions moins importantes qu'au premier trimestre, voire par des baisses. Le ralentissement conjoncturel, accompagné d'une modération des prix du pétrole et des prix à la production industrielle, devrait donc à l'avenir contribuer à amoindrir les pressions inflationnistes dans la zone euro.

#### Modification des regroupements dans l'industrie

EUROSTAT a procédé à une modification de la présentation des indicateurs mensuels relatifs à l'industrie. Désormais, les données seront détaillées selon cinq secteurs, au lieu de quatre auparavant. L'énergie, qui fut incluse jusque-là dans les biens intermédiaires, sera dorénavant aussi présentée comme un type de bien, à côté des biens intermédiaires, des biens d'investissements ainsi que des biens de consommation durables et non durables. De plus, EUROSTAT a procédé à une harmonisation de la composition et de la classification des différentes activités dans chaque Etat membre de l'Union Européenne. Ce changement s'applique aussi bien aux séries de la production industrielle qu'aux séries de prix y afférentes.

L'impact est une révision fondamentale des séries relatives aux différents types de biens. Etant donné que l'énergie a été séparée des biens intermédiaires, les prix de ces derniers ont évidemment connu une hausse moins importante que prévue.

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

Depuis le pic du cycle conjoncturel en 2000, les climats international et européen se sont détériorés. Le ralentissement aux Etats-Unis, accompagné par une baisse continue des marchés boursiers, a également créé des craintes relatives à la conjoncture européenne. Bien que les comptes nationaux pour le deuxième trimestre ne soient pas encore disponibles, les estimations d'EUROSTAT concernant le premier trimestre donnent une image mixte.



Tandis que la croissance du PIB d'un trimestre à l'autre est restée stable à partir du troisième trimestre 2000 (+0,6% chaque fois), en comparaison annuelle on constate un ralentissement qui a déjà débuté vers la fin du deuxième trimestre 2000.

Après une augmentation de la production de 3,8% à la fin de la première moitié de l'année dernière, la dynamique a fléchi et l'économie de la zone euro n'a réalisé qu'une croissance n'excédant pas les 2,6% pendant les trois premiers mois de l'année en cours.

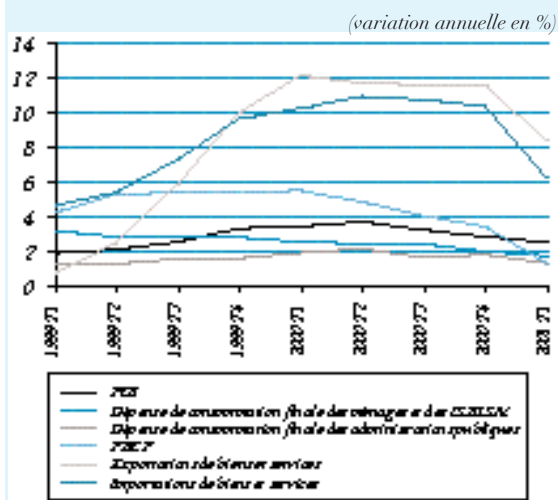
Malgré cette baisse de régime, un taux de 2,6% dépasse la limite supérieure de la croissance potentielle de la zone euro qui est à la base du calcul du taux de référence de la croissance de l'agrégat monétaire M3.

La consommation des ménages a accéléré au début de l'année (du moins en comparaison trimestrielle), ceci malgré une multiplication des mauvaises nouvelles sur l'évolution de l'économie en général auxquelles les consommateurs se sont vus confrontés. Il reste cependant vrai que cette progression est moindre que celle observée pour l'année 2000. La consommation publique affiche une décélération au début de 2001.

Dans le climat actuel plutôt pessimiste, les investissements ont ralenti de manière marquée. Leur croissance annuelle est toujours de 1,4%, mais ceci est dû à l'évolution favorable dans les trimestres précédents: la croissance trimestrielle de la formation brute de capital fixe est négative au premier trimestre 2001 (-0,4%).

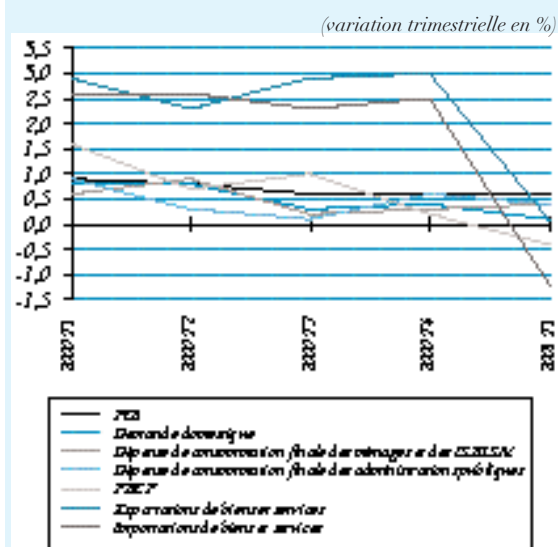
Du côté des exportations et des importations, le ralentissement se fait également très fortement sentir, les deux taux de croissance ayant chuté nettement. Il faut cependant garder à l'esprit que les chiffres provenant d'EUROSTAT ne comprennent pas seulement les échanges de la zone euro avec l'extérieur, mais également ceux entre les différents pays membres de la zone euro.

**GRAPHIQUE 8**  
EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS



Source: Eurostat

**GRAPHIQUE 9**  
EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET DE SES AGRÉGATS



Source: Eurostat

Bien que l'Europe mise surtout sur une demande interne robuste pour assurer une croissance satisfaisante pour la totalité de l'année 2001, la contribution à la croissance trimestrielle de cette demande interne n'a été que de 0,2%, tandis que le solde net des exportations a assuré à lui seul une progression du PIB de 0,5%. Cette contribution n'est pas tant le fait d'une bonne performance des industries exportatrices, mais est plutôt imputable à une chute plus forte des importations, ce qui a permis d'arriver à une croissance trimestrielle du PIB inchangée par rapport à la fin de 2000.

La conjoncture a continué à se dégrader davantage au deuxième trimestre de l'année dans la zone euro. Alors que les comptes nationaux trimestriels pour la zone euro n'ont pas encore été publiés, une stagnation de l'activité économique dans la plus grande économie, en l'occurrence l'Allemagne, a été relevée. Son PIB n'aurait progressé que de 0,6% sur base annuelle et aurait stagné sur base trimestrielle. Alors que l'Allemagne marquait le pas depuis plusieurs trimestres, la situation s'est détériorée au deuxième trimestre sous l'influence du ralentissement conjoncturel outre-Atlantique. En effet, la faiblesse de l'économie américaine s'est avérée persistante et les espérances d'un rebond conjoncturel rapide (retour en V) se sont dissipées. Au deuxième trimestre, la croissance sur base annuelle n'aurait en effet plus été que de 1,3% contre une progression annuelle révisée de 4,1% en 2000.

Cet affaiblissement n'est pas resté sans conséquences sur la production industrielle et le climat des affaires dans la zone euro. Le niveau de la production dans l'industrie, corrigé des variations saisonnières, s'est affiché en baisse pour le deuxième trimestre consécutif. En effet, il a fléchi de 0,8% par rapport au trimestre précédent. De même, les chefs d'entreprises demeurent très pessimistes quant aux perspectives pour l'avenir. L'indicateur de sentiment économique de la Commission Européenne a ainsi dégringolé pour le septième mois consécutif en juillet. Les incertitudes croissantes auxquelles font face les entreprises se reflètent en fait bien dans les tendances sous-jacentes de l'indicateur de confiance de l'industrie. En juillet, l'indicateur a enregistré une baisse du carnet des commandes, alors qu'une amélioration s'est révélée dans les anticipations de la production. Les signes contradictoires de ces indicateurs précurseurs ne permettent alors guère de se forger une image claire et nette quant à l'évolution conjoncturelle future. A cet effet, la remontée surprenante de la production industrielle en juin n'est pas forcément le précurseur d'un revirement de situation.

Après un pic au dernier trimestre de l'an 2000, l'emploi a, avec un certain décalage dans le temps par rapport à l'activité économique, commencé à progresser plus lentement dans la zone euro, affichant des divergences notables pour les différents secteurs de l'économie. L'emploi progresse à un taux annuel de 2,0% (-0,1 p. p. par rapport à la croissance du trimestre précédent) et de 0,4% sur les trois premiers mois de 2001. Ce sont les services qui se sont développés le plus favorablement et parmi ceux-ci surtout le secteur des finances. L'industrie au total montre une image mixte. L'industrie, excluant la construction, a accéléré sa progression, tandis que pendant les trois premiers mois de 2001, l'emploi dans la construction a diminué (-0,1%, après cependant deux trimestres de très forte croissance).

Le chômage standardisé s'est élevé à 8,3% à la fin du deuxième trimestre, ce qui est une nette amélioration par rapport à l'année 2000 (8,9% en moyenne). Néanmoins, il n'y a pas eu d'amélioration depuis le mois d'avril, ce qui va de pair avec le ralentissement de la création de nouveaux postes de travail.

#### 1.1.7 Le commerce extérieur

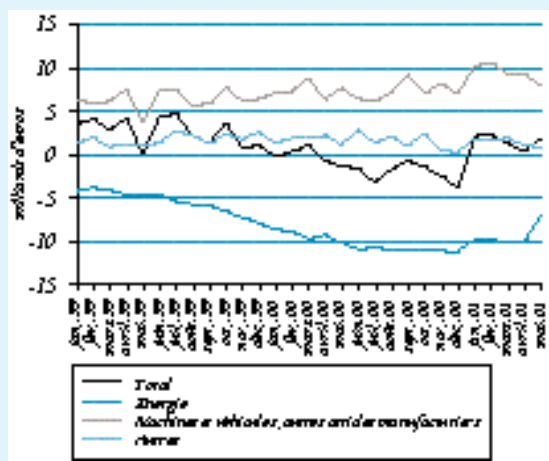
Pour la première fois, Eurostat publie des séries ajustées des variations saisonnières du commerce extérieur. Ces statistiques constituent une amélioration dans l'analyse conjoncturelle du commerce extérieur de la zone euro.

Les commentaires qui suivent concernent les statistiques corrigées des variations saisonnières (cvs) 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. Les données du mois de mai 2001 sont provisoires.

La dégradation continue du solde du commerce extérieure de la zone euro-12 s'est arrêtée au mois de décembre 2000. Depuis le début de l'année 2001, un retournement de tendance apparaît. En effet, ce solde s'est amélioré sous l'effet conjugué de plusieurs facteurs: la baisse du prix du pétrole, l'amélioration du taux de change de l'euro et le ralentissement de la progression du commerce international.

**GRAPHIQUE 10**

**SOLDE CVS DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO-12 PAR PRODUIT**



Source: Eurostat

Le déficit énergétique qui avait atteint son maximum au mois de décembre 2000 et qui se chiffrait à 11,2 milliards d'euros, est resté stable sur les quatre premiers mois de l'année à environ 10 milliards d'euros. Ce facteur contribue à l'amélioration du solde du commerce extérieur par la diminution des importations. Par contre, l'excédent des machines et véhicules et d'autres articles manufacturés, qui a continué à progresser jusqu'au mois de février 2001, s'est réduit au cours des derniers mois.

Depuis le début 1999, les importations en valeurs ont évolué principalement en fonction des hausses des prix à l'importation notamment sous l'effet de la baisse du taux de change de l'euro et de l'augmentation des prix de l'énergie. Les exportations en valeur ont crû principalement en raison d'un effet-volume, la compétitivité des entreprises européennes bénéficiant de la faiblesse de l'euro.

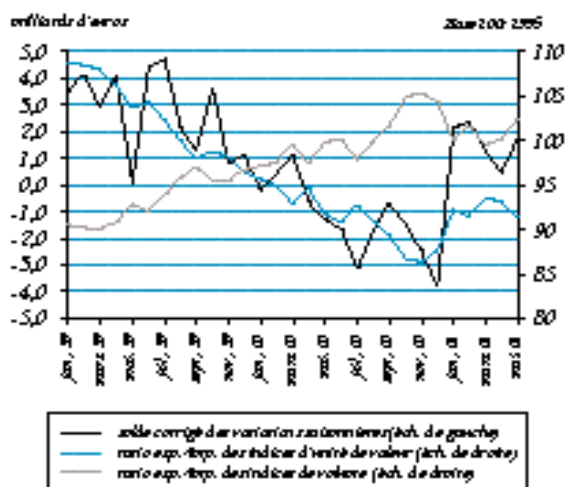
Depuis le début de l'année 2001, les statistiques révèlent une légère baisse des importations et des exportations en volume. Cette évolution résulte du recul de la demande étrangère ainsi que du ralentissement de la croissance dans la zone euro. D'autre part, depuis la fin de l'année dernière, les exportations en valeur unitaire ont stagné et les importations en valeur unitaire ont diminué, ce qui peut s'expliquer en partie par la baisse des prix du pétrole.

Les ratios (exportations sur importations) des indices des valeurs unitaires et de volumes marquent claire-

ment la rupture de tendance débutant en décembre 2000 (voir graphique). Ceux-ci montrent une plus forte diminution des volumes exportés que de ceux importés et inversement une baisse plus importante en valeurs unitaires des importations que des exportations. Depuis le début 1999, l'influence des variations du ratio des valeurs unitaires sur le solde du commerce extérieur est prépondérante.

**GRAPHIQUE 11**

**BALANCE COMMERCE EXTÉRIEUR EURO-12 ET INDICE DE VOLUME ET D'UNITÉ DE VALEUR**



Source: Eurostat

Entre le mois de décembre 2000 et le mois d'avril 2001, les baisses des importations (cvs) de la zone euro-12 en provenance des Etats-Unis, du Japon, du Royaume-Uni, de la Norvège, des pays membres de l'OPEP et des pays membres de l'Association des Nations d'Asie du Sud-Est ont été supérieures à 10% alors que les exportations vers ces pays ont faiblement diminué ou augmenté.

**1.1.8 La balance des paiements**

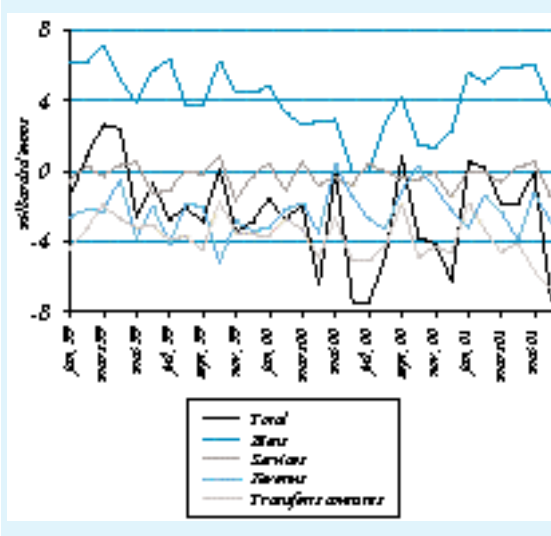
Des données désaisonnalisées du compte des transactions courantes de la zone euro sont désormais disponibles. Ces nouvelles statistiques permettent de mieux appréhender les tendances récentes et permettent d'analyser les évolutions des données mensuelles entre des mois successifs.

- Le compte des transactions courantes

Les développements économiques récents n'ont pas entraîné une déstabilisation du solde des échanges

courants de la zone euro. En effet, entre mai 1999 et mai 2001, le solde mensuel du compte courant corrigé des variations saisonnières (cvs) a évolué, sans tendance marquée, dans une fourchette comprise entre -7,6 milliards d'euros et +2,6 milliards d'euros. Les données provisoires du mois de juin 2001 enregistrent un déficit de 7,4 milliards d'euros et pour le premier semestre 2001 un déficit cumulé de 10,5 milliards d'euros.

**GRAPHIQUE 12**  
SOLDE CVS DU COMPTE COURANT DE LA ZONE EURO-12



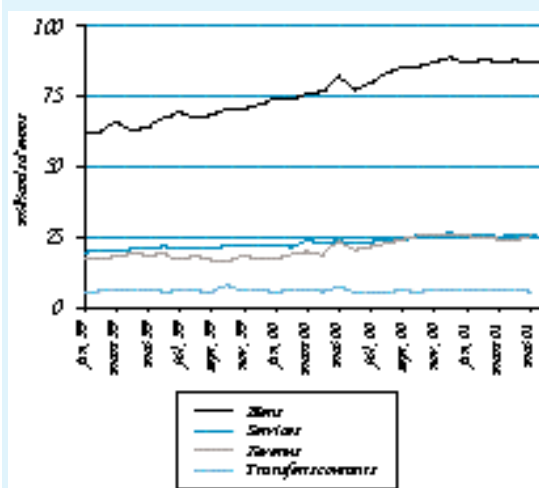
Source: BCE

En données brutes, sur le premier semestre de l'année en cours, le déficit des transactions courantes pour la zone euro-12 se chiffre à 11,1 milliards d'euros, contre 20,7 milliards pour la même période de l'année 2000. Cette amélioration provient de l'augmentation de l'excédent des échanges de biens qui atteint 26,3 milliards d'euros pour le premier semestre 2001 contre 11,9 milliards d'euros pour le premier semestre 2000. L'aggravation du déficit des revenus vient compenser cette performance: il se chiffre à 17,2 milliards d'euros pour le premier semestre 2001 contre 13 milliards d'euros pour la période correspondante de l'année 2000. Les soldes des services et des transferts courants restent stables entre ces mêmes périodes.

Le fait marquant de ce début d'année est la stagnation des échanges courants pour le premier semestre de l'année 2001. Ainsi, la tendance à l'augmentation des échanges, constatée depuis le début de l'année 1999 jusqu'au mois de décembre 2000, est interrompue.

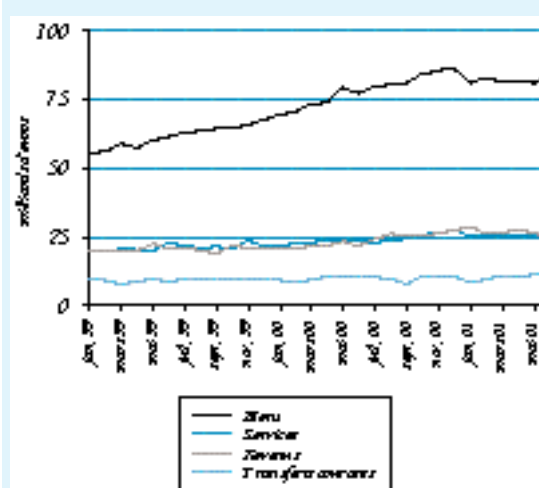
Les crédits et les débits, qui avaient progressé de 11% entre le premier et le deuxième semestre 2000, enregistrent une progression de 2% pour les crédits et de 0,5% pour les débits entre le deuxième semestre 2000 et le premier semestre 2001.

**GRAPHIQUE 13**  
CRÉDITS CVS DU COMPTE COURANT DE LA ZONE EURO-12



Source: BCE

**GRAPHIQUE 14**  
DÉBITS CVS DU COMPTE COURANT DE LA ZONE EURO-12



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, est en légère baisse; il se chiffre à 6,5 milliards d'euros pour le premier semestre de l'année 2001 contre 7,1 milliards d'euros pour la période correspondante de l'année précédente.

- Le compte financier

Pour le mois de juin 2001, les investissements directs ont enregistré des sorties nettes de 7,9 milliards d'euros tandis qu'au mois de mai 2001, ils présentaient des sorties nettes de 40,4 milliards d'euros. Ces dernières, qui résultent de placements à l'étranger relativement importants, sont principalement la conséquence d'une opération de rachat d'entreprise. Cette opération de rachat, effectuée en grande partie par échanges d'actions, est enregistrée en balance des paiements en tant qu'investissement direct à l'étranger. En effet, l'entreprise de la zone euro prend possession d'une entreprise à l'étranger. Elle est aussi enregistrée par compensation en tant qu'investissement de portefeuille, puisque les détenteurs d'actions de l'entreprise étrangère avant l'opération de rachat deviennent détenteurs d'actions d'une entreprise résidente.

Pour le mois de juin 2001, les investissements de portefeuille ont enregistré des entrées nettes de 27,7 milliards d'euros, résultant principalement d'entrées nettes sous forme d'actions pour 25,5 milliards d'euros. Elles font suite à des entrées nettes d'investissement de portefeuille de 24,9 milliards d'euros en mai 2001. Ces dernières étaient dues à des entrées nettes sous forme d'actions pour 48,7 milliards d'euros, elles-mêmes liées à l'opération d'investissement direct citée précédemment, compensées partiellement par des sorties nettes de titres de créances d'un montant de 23,8 milliards d'euros.

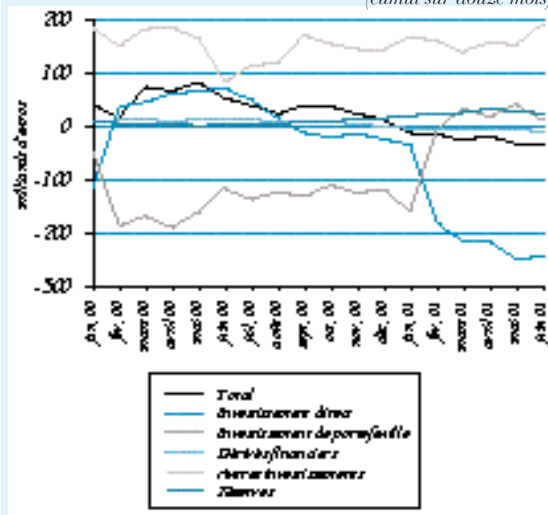
Depuis le début de l'année 2001, bien que les flux nets d'investissements de portefeuille ne présentent pas de changements notables de tendance, leur répartition entre actions et titres de créances s'est inversée. Les investissements de portefeuilles en actions enregistrent des entrées nettes pour le premier semestre 2001 qui se chiffrent à 63,8 milliards contre des sorties nettes de 46,2 milliards au semestre précédent. Inversement, les investissements de portefeuille en titres de créances montrent des sorties nettes pour le premier semestre 2001 qui s'élèvent à 70,2 milliards d'euros, en comparaison avec des entrées nettes au semestre précédent d'un montant de 63,8 milliards d'euros. Ce retournement des flux peut s'expliquer, en partie, par des anti-

cipations de baisse des taux d'intérêt américains qui permettent des gains en capital aux détenteurs d'obligations américaines.

GRAPHIQUE 15

SOLDE DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO-12

(cumul sur douze mois)

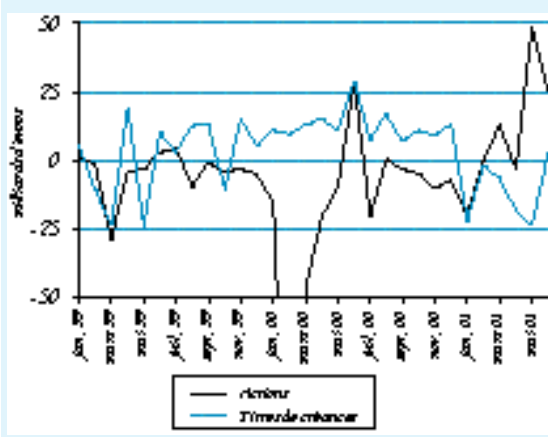


Un flux négatif indique un flux sortant de la zone euro-12 et un solde positif un flux entrant.

Source: BCE

GRAPHIQUE 16

FLUX NETS D'INVESTISSEMENT DE PORTEFEUILLE DE LA ZONE EURO-12



Un flux négatif indique un flux sortant de la zone euro-12 et un solde positif un flux entrant. La valeur extrême du mois de février 2001 est la contrepartie d'un investissement direct très important de l'étranger dans la zone euro.

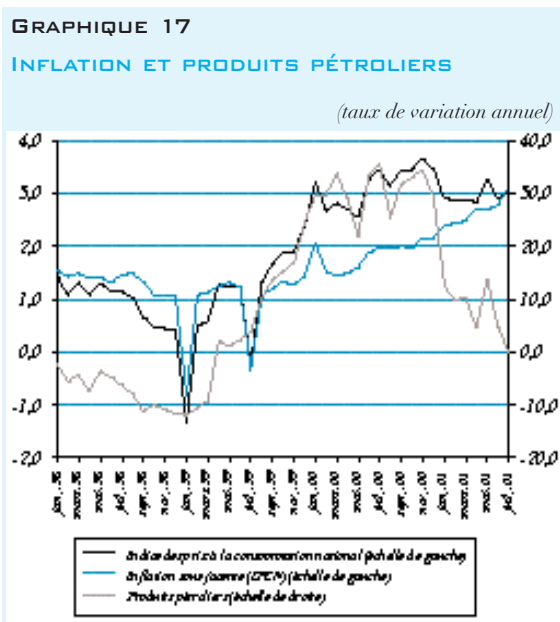
Source: BCE

## 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

Le rythme annuel de progression de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) luxembourgeois, s'est ralenti au début de l'année 2001, pour se stabiliser à un niveau relativement élevé, à savoir, à des valeurs avoisinant 3% après avoir atteint encore 3,5% en décembre 2000. Ainsi les hausses annuelles des prix à la consommation relatives aux mois de mai, juin et juillet 2001 étaient de respectivement 3,3%, 2,9% et 3,0%. Rappelons que l'IPCN global a progressé de 3,2% en moyenne annuelle en 2000.



Source: STATEC

Le fléchissement du rythme de la hausse des prix à la consommation au début de l'année 2001 est surtout lié à l'évolution favorable des prix des produits pétroliers. En effet, le sous-indice des produits pétroliers a chuté de quelque 9,9% entre décembre 2000 et juillet

2001. Toutefois, l'évolution du sous-indice produits pétroliers a été affectée d'une certaine volatilité au cours des premiers sept mois de l'année 2001, qui s'explique par les fluctuations erratiques des cours du pétrole en euro sur les marchés mondiaux. Ainsi, les produits pétroliers ont été un facteur inflationniste en mars, mai et juin 2001 avec des taux de progression mensuels respectifs de 3,8%, de 5,4% et de 0,6%, tandis que l'incidence du sous-indice en question sur l'inflation était baissière en janvier, février, avril et juillet 2001, tel que reflété par des taux de variation mensuels négatifs.

L'inflation sous-jacente<sup>1</sup>, qui exclut les biens dont les prix sont les plus volatils et permet ainsi de mieux suivre la progression des prix issue du processus économique, a poursuivi sa hausse au cours des sept premiers mois de l'année 2001. En effet, l'inflation sous-jacente est passée graduellement de 2,2% en termes annuels en décembre 2000 à 3,1% en juillet 2001. Cette montée de l'inflation sous-jacente s'explique par plusieurs facteurs, parmi lesquels il convient de citer en particulier l'impact de la hausse des coûts salariaux, les répercussions indirectes des hausses antérieures des cours du pétrole sur les prix des autres biens et services ainsi que les conséquences des crises alimentaires.

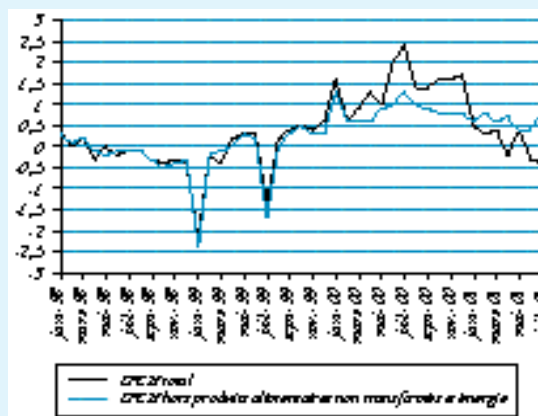
Le sous-indice services a connu une hausse marquée depuis le début de l'année 2001. En effet, le taux de variation sur un an du sous-indice en question est passé brusquement de 2,3% en décembre 2000 à 3,8% au 1<sup>er</sup> juillet 2001. La montée récente des prix des services est particulièrement nette si on la compare aux taux de variation annuels observés dans le passé. Ainsi, le rythme de progression annuel observé en juillet 2001 n'a jamais été atteint dans la série IPCN, dont les observations remontent pourtant jusqu'à janvier 1995. 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 2001 qui s'accroît en raison de l'impact de l'indexation automatique d'avril 2001. Dans ce contexte, rappelons qu'après chaque hausse automatique des salaires au cours des six dernières années, on observe une augmentation des prix des services (voir «L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique» dans le Rapport annuel BCL 2000).

<sup>1</sup> La 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.

Le rythme de progression annuel des «produits alimentaires et boissons non alcoolisées», qui est passé de 3,9% en janvier 2001 à 5,0% en juillet 2001, s'explique surtout par les crises d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) et de fièvre aphteuse.

La comparaison internationale du rythme de hausse de l'IPCH<sup>2</sup> global permet de conclure que le différentiel d'inflation par rapport à la zone euro a changé de tendance pour tourner en faveur du Luxembourg en avril, juin et juillet 2001. Par contre, le différentiel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie demeure en défaveur du Luxembourg au cours de la période de janvier à juillet 2001.

**GRAPHIQUE 18**  
DIFFÉRENTIEL DE L'INFLATION ENTRE LE LUXEMBOURG ET LA ZONE EURO



Source: Eurostat

### Prévisions d'inflation

Lors des mois prochains, le problème de l'inflation devrait s'apaiser dans une certaine mesure. La stabilisation du prix du pétrole, quoiqu'à un niveau historiquement élevé, devrait exercer un effet positif et entraîner une baisse de l'inflation. L'inflation excluant les prix de l'énergie devrait encore connaître une détérioration au cours des prochains mois avant de régresser au début de l'année prochaine.

Les hypothèses relatives au prix du pétrole sont, comme d'habitude, basées sur les prix des contrats à terme. En partant d'un prix de pétrole de 25,3\$/bl en juillet, les prix des futures indiquent une baisse graduelle sur l'horizon de prévision jusqu'à 23,4\$/bl en juin 2002. Le taux de change a été maintenu constant à 0,875\$/€ pour l'horizon de prévision. Dès lors, le prix du pétrole en euros devrait en moyenne connaître des baisses annuelles de 6,3% pour l'année 2001 et de 7,5% pour les six premiers mois de l'année prochaine, ce qui devrait aboutir à une contribution négative de l'énergie à l'inflation globale sur les prochains trimestres. Etant donné que nos hypothèses tablent sur un profil relativement lissé du prix du pétrole pour les mois à venir et compte tenu du profil volatil affiché lors des derniers mois, les taux de variation annuels pour les différents mois devraient également connaître un profil irrégulier. En raison de ces fameux effets de base, le profil erratique des taux de variation annuels aura également des répercussions sur le sous-indice de l'énergie, et l'inflation globale devrait dès lors aussi fortement varier d'un mois à l'autre. Globalement, l'impact à la baisse des prix de l'énergie serait plus important au quatrième trimestre 2001 et au deuxième trimestre 2002.

Pour ce qui est de l'inflation excluant les prix de l'énergie, elle a été orientée à la hausse au cours des derniers mois, sous l'influence des prix des biens alimentaires non traités (plus particulièrement de la viande) et des prix des services, eux-mêmes en progression en raison de l'indexation automatique récente des salaires.

Au cours des prochains mois, il existe de fortes chances pour que l'effet sur les prix de la crise de la sécurité alimentaire se dissipe. Avec le retour de la confiance des consommateurs et la reprise de la consommation de

2 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.

3 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 par rapport 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.

viande bovine, les prix des biens alimentaires non traités devraient baisser et exercer un effet à la baisse sur l'inflation totale. En revanche, il n'est guère probable que les effets retardés des hausses récentes du coût salarial se soient déjà entièrement répercutés sur les prix des services et ces derniers devraient dès lors encore progresser. Pour ce qui est des biens industriels non énergétiques et des biens alimentaires traités, leur évolution future ne devrait guère différer de ce qui a été observé lors des derniers mois.

En somme, l'inflation globale, en termes de variation annuelle, a probablement atteint son maximum au deuxième trimestre de l'année en cours. Elle devrait dès lors, grâce à l'effet bénéfique de la baisse des prix de l'énergie, régresser sur l'horizon de prévision. En revanche, les taux annuels de l'indice excluant l'énergie augmenteront encore dans un futur proche pour ne baisser qu'à la fin de l'horizon, c'est-à-dire juin 2002. Dans ce scénario de prévision, une nouvelle tranche d'indexation automatique des salaires ne serait dès lors payable que pour la fin du deuxième trimestre de l'année prochaine.

Les risques quant à ces projections sont à la hausse et concernent les deux biais optimistes incorporés dans les prévisions. Si, par exemple, la baisse du prix du pétrole ne se matérialisait pas et si la hausse récente des prix des biens alimentaires non traités ne se renversait pas, l'inflation enregistrée s'aggraverait par rapport au scénario relaté ci-dessous, ce qui ferait rapprocher l'avènement de la prochaine indexation automatique des salaires.

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

La décreue des taux de variation annuels des prix à la production industrielle, entamée au premier trimestre de l'année, s'est poursuivie. Sur base annuelle, les prix n'ont plus augmenté que de 1,3% au deuxième trimestre contre 4,6% au trimestre précédent. Sur base des variations trimestrielles, on remarque même une baisse du niveau des prix. Cette évolution favorable est, d'une part, attribuable à un prix du pétrole qui a récemment connu une évolution plus modérée qu'à la fin de l'année 2000, et, d'autre part, témoigne également du ralentissement conjoncturel auquel on assiste depuis quelques mois. Faisant face à une baisse de la demande, les entreprises deviennent en effet beaucoup plus réticentes à relever leurs prix de vente.

Les répercussions des deux facteurs cités ci-dessus se font probablement remarquer en premier lieu sur les prix des biens intermédiaires. Le niveau de ceux-ci a ainsi chuté de 0,7% au deuxième trimestre après une stagnation sur les deux trimestres précédents. Ce développement devrait à l'avenir exercer un impact favorable sur les prix des deux autres types de biens, à savoir les biens d'équipement et les biens de consommation, pour lesquels on recense encore un renchérissement au deuxième trimestre. A moyen terme, la modération des prix à la production industrielle, au Luxembourg tout comme dans les pays voisins, devrait également contribuer à atténuer les pressions inflationnistes sur les prix à la consommation au Luxembourg.

**Tableau 2 Indicateurs de prix** (en taux de variation annuel)

	1999	2000	T4-00	T1-01	T2-01	avril-01	mai-01	juin-01	juil.-01
Ensemble des produits industriels	-4,8	4,8	5,1	4,6	1,3	2,6	1,4	0,1	n.a.
Biens intermédiaires	-6,9	5,5	6,0	4,8	0,6	2,0	0,9	-0,9	n.a.
Biens d'équipement	-0,3	3,3	3,0	2,6	1,0	2,0	0,6	0,4	n.a.
Biens de consommation	1,5	3,2	2,8	4,9	4,5	5,4	4,1	3,9	n.a.
Prix du pétrole en euros	42,5	82,3	50,0	4,8	10,1	21,1	7,6	3,2	-3,9
Prix à la construction	2,1	3,1	3,5	4,2	4,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Source: BCE, STATEC



En revanche, les prix à la construction sont en hausse et témoignent de la vigueur de l'activité économique dans ce secteur (voir infra). Le bâtiment connaît en effet une situation excellente qui s'est traduite depuis plusieurs trimestres par une hausse importante des prix. L'augmentation du coût salarial, en raison des indexations automatiques, a probablement également exercé un impact haussier. En fin de compte, l'évolution des prix reflète aussi la pénurie des logements et le déséquilibre sur le marché immobilier au Luxembourg. Au deuxième trimestre de l'année en cours, les prix ont ainsi augmenté de 4,9% sur base annuelle contre 4,2% au trimestre précédent. Ces taux se comparent à des variations annuelles modérées de respectivement 2,1% et 3,1% enregistrées au cours des années précédentes.

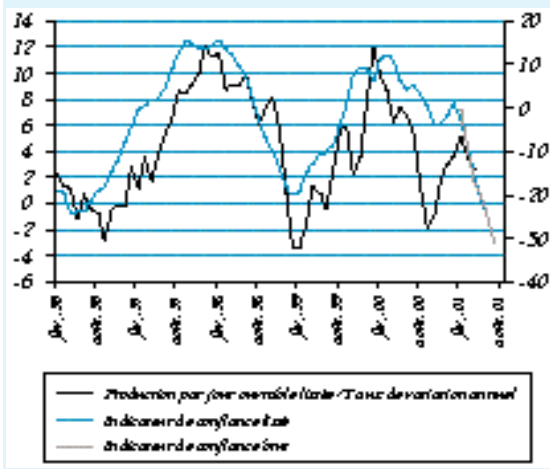
### 1.2.2 Industrie

L'industrie luxembourgeoise a connu au premier trimestre un niveau d'activité qui s'est avéré plus favorable que prévu. La production par jour ouvrable a ainsi progressé de 5,2% sur base annuelle, contre uniquement 1,4% et 1,7% lors des deux trimestres précédents. Le chiffre d'affaires aurait même progressé de 12,1%. En revanche, au deuxième trimestre, le ralentissement conjoncturel en Europe n'a pas épargné le Luxembourg et, comme en témoignent les résultats d'avril et de mai, l'industrie a fort probablement connu une baisse de sa production en termes de variation annuelle. Les biens intermédiaires sont généralement les premiers à subir le ralentissement conjoncturel, suspicion qui semble à nouveau se vérifier.

Alors que les résultats des enquêtes statistiques subiront probablement encore des révisions, les enquêtes de conjoncture ne laissent aucun doute sur la sévérité de l'affaiblissement de l'activité économique. L'indicateur de confiance brut de l'industrie a ainsi baissé pour le sixième mois consécutif pour atteindre un nouveau minimum historique en juillet 2001. Il en est de même pour l'indicateur lissé qui se situe désormais en dessous de son niveau atteint lors du creux conjoncturel que l'industrie a connu au premier trimestre 1999. Le fait que les trois indicateurs sous-jacents (l'appréciation des stocks de produits finis, l'appréciation du carnet de commandes total et les estimations de la tendance au cours des prochains mois) se sont tous dégradés simultanément au cours des derniers mois montre à quel degré les chefs d'entreprises sont devenus et demeurent pessimistes. Tout ceci laisse donc peu de lieux d'espoir pour un revirement rapide de la situation.

GRAPHIQUE 19

#### PRODUCTION ET SENTIMENT DE CONFIANCE DANS L'INDUSTRIE<sup>4</sup>



Source: STATEC, calcul BCL

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

	1998	1999	2000	T3-00	T4-00	T1-01	mars-01	avril-01	mai-01
Industrie - Total	8,1	1,5	5,1	1,4	1,7	5,2	10,3	-3,2	1,1
Energie	3,9	-2,2	7,2	15,2	2,5	-0,1	3,6	2,5	0,7
Biens d'équipement	15,4	1,4	-5,7	-22,2	12,0	13,6	19,1	-4,6	1,4
Biens intermédiaires	2,3	4,4	17,0	13,7	9,5	3,1	7,9	-5,7	0,1
Biens de consommation non durables	14,5	-3,6	-12,9	-12,4	-15,9	11,7	19,5	4,9	5,1

Source: STATEC

<sup>4</sup> Echelle de gauche pour la production, échelle de droite pour les indicateurs de confiance

### 1.2.3 Construction

La situation dans le secteur de la construction doit être différenciée en fonction des branches d'activités. Alors que l'industrie subit de plein fouet l'affaiblissement économique général en Europe, la conjoncture dans le secteur de la construction dépend davantage de facteurs domestiques. Comme en témoignent les enquêtes statistiques, la baisse de régime a essentiellement lieu dans le génie civil, alors que la branche du bâtiment continue à progresser à des taux élevés. La faiblesse dans le génie civil tient probablement à un niveau d'activité élevé en 2000, des chantiers commandés par l'Etat qui se sont terminés en 2000 et qui n'ont plus été reconduits dans la même envergure. En revanche, le bâtiment profite des déséquilibres sur le marché immobilier. La forte croissance au cours des dernières années, accompagnée par la hausse de l'emploi, a conduit à une pénurie de logements au Luxembourg – une demande qui dépasse de loin l'offre existante.

nomène. En revanche, étant donné la hausse simultanée des prix de vente des terrains immobiliers et le rétrécissement des autorisations de bâtir, on est plutôt tenté de conclure à une insuffisance du nombre de terrains qui se prêtent à la construction d'immeubles. Cette pénurie de terrains exerce dès lors une contrainte sur l'offre potentielle de logements et entraîne une hausse des prix.

### 1.2.4 Commerce

Le commerce dépend également plus de considérations domestiques que de l'environnement international. Etant donné sa bonne portée en début d'année, son évolution soutient la thèse d'une consommation privée relativement robuste. Le chiffre d'affaires dans le commerce de détail s'affiche notamment en nette progression lors des deux premiers trimestres de l'année, et le secteur semble désormais définitivement avoir rompu avec les performances médiocres enregistrées en 2000. Le commerce de gros, quant à lui,

**Tableau 4** Production par jour ouvrable dans le secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	1998	1999	2000	T3-00	T4-00	T1-01	mars-01	avril-01	mai-01
Construction - Total	0,6	3,8	4,4	3,6	4,1	-3,6	1,2	-6,1	1,2
Génie civil	1,1	11,3	3,2	-1,4	-4,2	-16,1	-9,9	-15,3	-11,3
Bâtiment	0,2	-3,0	5,6	9,3	13,1	9,4	12,8	3,7	14,9

Source: STATEC

Au cours des mois prochains, la situation ne devrait guère changer. Selon les enquêtes de conjoncture, l'activité à court terme dans la branche du bâtiment ne semble pas être compromise; le niveau d'activité assurée (en nombre de mois) a en effet encore augmenté lors des enquêtes de juillet pour atteindre un nouveau record (5,4 mois). Par contre, à moyen terme, l'activité pourrait souffrir d'une demande plus faible provoquée par un manque d'offre de logements. Les permis de construire ont en effet baissé lors du premier semestre de l'année par rapport à la même période de l'année précédente. Le nombre d'autorisations de bâtir des logements et des bâtiments serait en baisse de respectivement 24% et 12,5%. Compte tenu de la hausse de l'emploi, il n'est guère probable qu'une demande plus faible émanant des ménages soit à l'origine de ce phé-

semble revenir à une croissance plus normale après son expansion fulgurante en 2001. En revanche, les immatriculations de nouvelles voitures accusent une baisse annuelle au deuxième trimestre et, à l'instar de 2000, leur nombre pourrait globalement stagner cette année-ci.

Le pouvoir d'achat des ménages a été certes diminué par la hausse du prix du pétrole en 2000, mais cet effet devrait se dissiper avec les baisses récentes du prix de cette matière première et ceci d'autant plus que ces hausses sont largement compensées au Luxembourg par l'indexation automatique des salaires. La hausse continue de l'emploi ainsi que les baisses d'impôts qui sont déjà entrées en vigueur devraient également soutenir la consommation privée et les ventes du commerce.

Tableau 5 **Chiffres d'affaires en valeur dans le commerce et immatriculations de voitures**

(en taux de variation annuel)

	1998	1999	2000	T4-00	T1-01	T2-01	avril-01	mai-01	juin-01	juil.-01
Commerce - Total	6,2	3,4	9,5	7,9	6,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Comm. et réparation automobile	6,7	5,7	10,7	12,7	7,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Commerce de gros	4,1	2,8	11,2	7,8	5,1	4,4	16,4	-1,8	0,1	n.a.
Commerce de détail	7,3	4,2	3,6	4,3	8,5	7,0	8,5	3,7	9,1	n.a.
Hôtels et restaurants	-1,0	4,9	3,4	2,1	3,6	1,3	1,9	-0,2	2,3	n.a.
Immatriculations de voitures	14,3	12,8	3,2	1,5	2,1	-6,0	-10,0	-12,2	7,9	16,1

Source: STATEC

### 1.2.5 Marché du travail

- Emploi

Le début de l'année a été marqué par un saut du taux de croissance de chacun des agrégats majeurs de l'emploi. Depuis lors, la progression du marché du travail a ralenti et a atteint, au mois de juin, le rythme observé à la même période de l'année précédente. L'extraordinaire croissance de l'emploi au début de l'année en cours est d'autant plus remarquable qu'elle fait suite et se greffe sur l'année 2000 qui avait constitué l'année record de la création d'emplois nouveaux.

Du côté de l'emploi salarié, la progression de 11,5% de l'effectif au sein des institutions de crédit est un facteur marquant. Ce taux, observé pour la première fois sur les trois premiers mois de l'année, a été confirmé au deuxième trimestre. Ce secteur n'est donc pas à la source du ralentissement ayant eu lieu vers la fin du premier semestre 2001.

Du côté de l'emploi indépendant, un agrégat ayant réalisé la progression relative la plus importante au début de l'année, il faut noter que la majeure partie de cette progression est de nature purement statistique.

La prise en compte, à partir de janvier 2001, d'affiliés à la Sécurité Sociale dont le revenu ne dépasse pas un tiers du salaire minimum, a mené à une importante rupture de série. Il s'agit de travailleurs intellectuels indépendants, et essentiellement d'agents d'assurance. Il n'est pas prévu, de la part de l'IGSS, d'appliquer la «nouvelle» définition rétroactivement aux chiffres des années 2000 et avant. Par conséquent, l'analyse de l'évolution de l'emploi des indépendants devra désor-

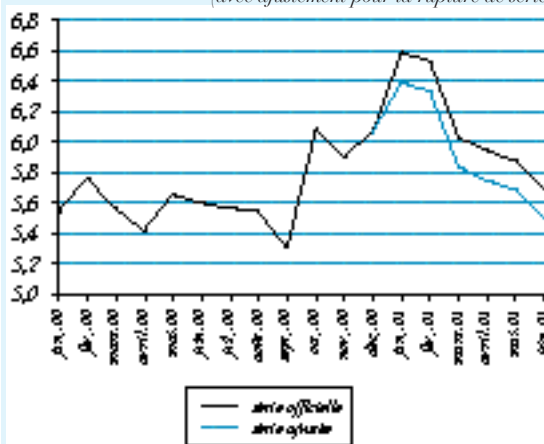
mais prendre en compte le fait que les chiffres jusqu'à la fin de 2000 ne sont pas en tant que tels comparables avec ceux disponibles à partir de janvier 2001.

Lorsqu'on ajuste l'évolution de l'emploi total pour cette rupture de série, on arrive à une série dont la croissance est inférieure de 0,2 à 0,3 points de pourcentage environ à la série non ajustée. Ainsi, au mois de juin, la croissance de l'emploi total aurait ralenti par rapport à l'année précédente.

GRAPHIQUE 20

**TAUX DE VARIATION ANNUEL DE L'EMPLOI TOTAL**

(avec ajustement pour la rupture de série)



Source: IGSS, STATEC

De plus, la contribution à la valeur ajoutée (et au PIB) de la catégorie de personnes nouvellement intégrées dans les statistiques de l'emploi a déjà été prise en compte avant 2001, de sorte qu'il n'y aura pas d'augmentation correspondante de la production en 2001. Par conséquent, on devra s'attendre, à côté d'une croissance plus élevée de l'emploi sur la totalité de l'année 2001, à un effet négatif sur la productivité.

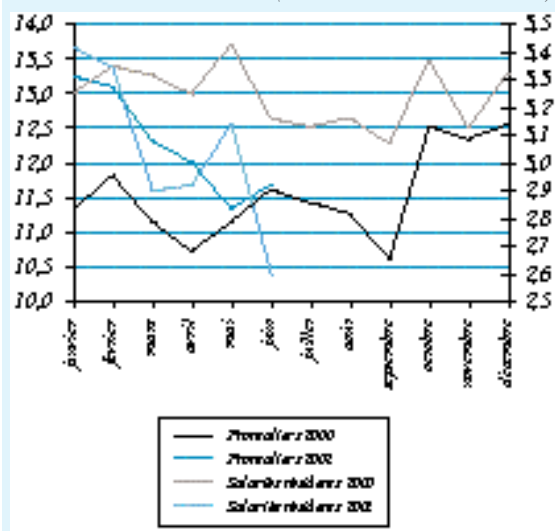
Nonobstant cette correction, l'évolution de l'emploi mérite d'être qualifiée d'étonnamment forte. Dans un climat international marqué par un ralentissement et un certain pessimisme, une telle progression de l'emploi au Luxembourg s'explique par le fait que l'évolution de l'emploi a tendance à suivre avec un certain écart l'évolution de la production. De ce point de vue, dans la mesure où la détérioration au niveau européen a écorné ou écornera la croissance économique du Luxembourg, il faudra s'attendre à un ralentissement correspondant dans la demande nationale du travail au cours des prochains.

Durant le premier semestre de l'année 2001, c'est surtout l'emploi résident qui a été responsable du ralentissement observé. Depuis février déjà, les taux de croissance respectifs sont moins élevés qu'un an auparavant. En même temps, l'emploi frontalier, n'affichant qu'un ralentissement plus faible, a rapidement augmenté sa part dans l'emploi total (de 34,3% en janvier à 35,2% en juin). Jusqu'au mois de juin inclus, les taux de croissance des frontaliers dépassent même ceux de l'année précédente. En cette matière, il serait remarquable si cette observation était confirmée à l'avenir en ce sens qu'elle déboucherait en un ralentissement de l'emploi se faisant sentir plus fortement du côté des résidents que des frontaliers.

GRAPHIQUE 21

EVOLUTION DE L'EMPLOI SALARIÉ RÉSIDENT ET DE L'EMPLOI FRONTALIER

(taux de croissance annuels en %)



Echelle de gauche : Evolution de l'emploi frontalier  
Echelle de droite : Evolution de l'emploi salarié résident

Source: IGSS, STATEC

Le ralentissement de l'emploi des résidents pourrait en partie s'expliquer par le côté offre : il est bien clair que le chômage résident est très bas et que la population au chômage à long terme n'a pas, dans une large mesure, les qualifications requises pour une embauche rapide et effective. D'autre part, il se pourrait qu'on soit au début d'un tassement de la croissance du taux de participation de la population. L'augmentation de celui-ci a pourtant été définie comme un but de la politique aussi bien nationale qu'européenne. Rappelons que le taux est passé de 60,3% en 1995 à 64,1% en 2000.

Tableau 6 Croissance annuelle de l'emploi\*

(en %)

	Emploi salarié intérieur	Indépendants	Emploi total intérieur	Frontaliers entrants	Emploi national	Population active
jan.-01	6,8	3,4	6,6	13,2	3,4	3,1
fév.-01	6,7	3,7	6,5	13,1	3,3	3,0
mars-01	6,2	3,8	6,0	12,3	2,8	2,6
avril-01	6,1	3,7	5,9	12,0	2,9	2,7
mai-01	6,0	3,7	5,9	11,3	3,0	2,8
juin-01	5,8	3,8	5,7	11,7	2,6	2,5

\* Les données de mars à juin sont des estimations

Source: IGSS, STATEC, calcul BCL

- Chômage

Le chômage enregistré a continué sa tendance à la baisse. Cependant, cette diminution s'est visiblement ralentie au deuxième trimestre. Tandis que le recul du chômage a été, en variation annuelle, de 0,25 point de pourcentage en mars, la baisse observée pour le mois de juin ne s'élevait plus qu'à 0,1 point de pourcentage. Ceci correspond à une baisse du nombre de demandeurs d'emploi de 334 en mars et seulement de 78 personnes en juin.

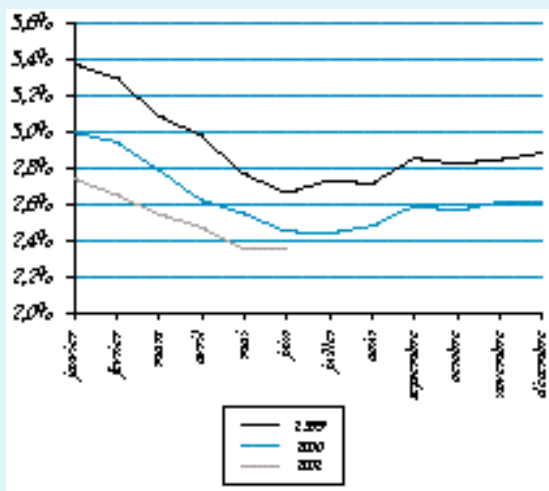
Plusieurs facteurs explicatifs probables peuvent être avancés. Tout d'abord, la création de nouveaux emplois s'est ralentie au cours du premier semestre. Il serait logique que ce ralentissement ait des conséquences négatives sur la durée d'inscription au chômage des personnes à la recherche d'un nouvel emploi. Ensuite, le deuxième trimestre a été marqué par des licenciements importants dans une seule entreprise. Ceux-ci ont mené à des inscriptions plus nombreuses à l'ADEM, menant ainsi à un taux plus élevé. Puis, on constate une augmentation continue du poids relatif des chômeurs à longue durée, généralement mesurée par le chômage dont la durée excède les 12 mois. Ceci peut indiquer que le degré de réinsertion de la population au chômage dans le circuit économique s'est détérioré.

D'un autre côté, le recul du chômage à un rythme ralenti peut masquer une détérioration du chômage au sens large. En ajoutant aux chômeurs les personnes bénéficiant d'une mesure spéciale pour l'emploi (ce qui mène au chômage «large»), on débouche sur un taux de chômage légèrement plus élevé en juin 2001 qu'une année auparavant. En termes absolus, on observe une augmentation de la population au chômage «large» de 252 personnes au mois de juin, ce qui résulte de la croissance rapide du nombre de personnes «en mesure» au deuxième trimestre (+17,3% en juin contre +4,8% en mars).

Si lors du calcul du chômage «large» on désaisonnalise les chiffres moyennant les facteurs de corrections proposés par le STATEC, on observe une augmentation continue du nombre des demandeurs d'emploi au sens large déjà à partir du mois de mars 2000.

GRAPHIQUE 22

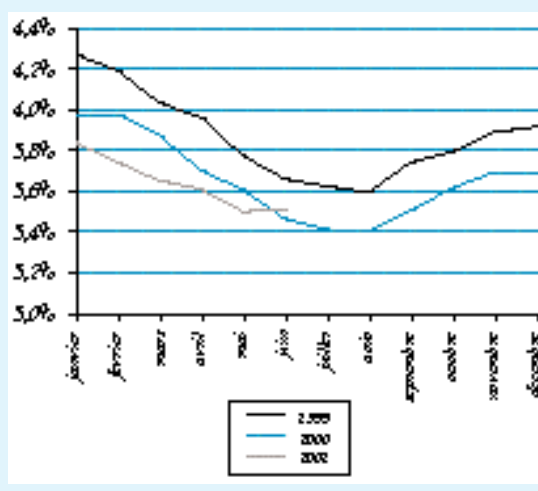
EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE AU SENS STRICT



Source: IGSS, calcul BCL

GRAPHIQUE 23

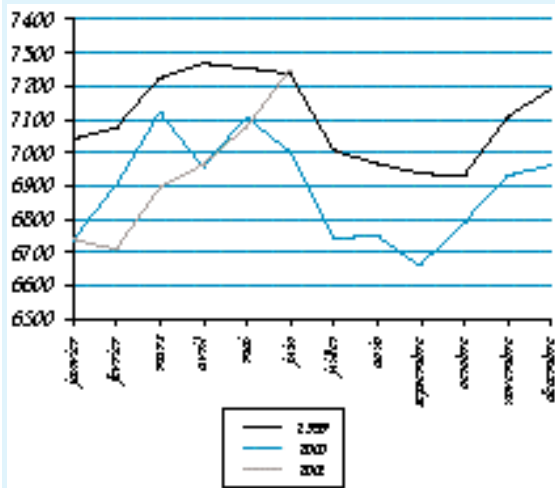
EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE AU SENS LARGE



Source: IGSS, calcul BCL

GRAPHIQUE 24

NOMBRE DE CHÔMEURS AU SENS «LARGE»<sup>5</sup>



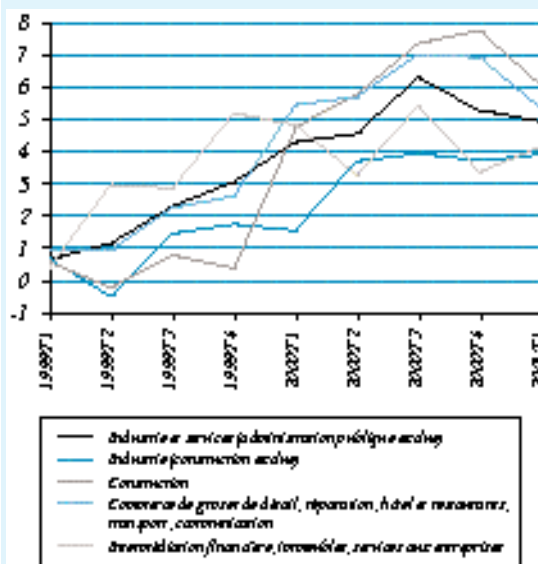
Source: IGSS, calcul BCL

• Coût du travail

Les coûts du travail continuent à progresser rapidement, même si, à l'exception du secteur financier, cette progression s'est un peu ralentie au début de l'année. Le taux pour l'économie «entière» (l'indice du coût du travail n'est pas disponible pour le secteur public) s'élève à presque 5%, et les chiffres du deuxième trimestre comporteront l'effet de la récente échéance d'une tranche indiciaire (avril 2001).

GRAPHIQUE 25

ÉVOLUTION DU COÛT DU TRAVAIL DANS L'ÉCONOMIE LUXEMBOURGEOISE, TAUX DE VARIATION ANNUEL EN %

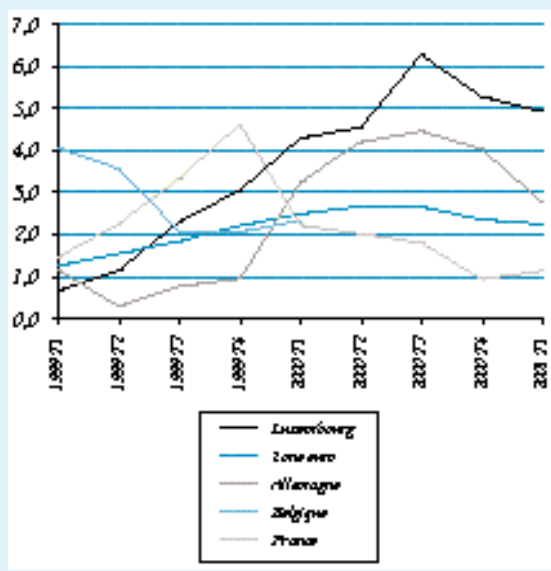


Source: Eurostat

En comparaison internationale, le Luxembourg continue à se distinguer des autres pays en affichant la croissance la plus élevée des coûts du travail, même si, du fait de facteurs méthodologiques, le «*labour cost index*» souffre d'une comparabilité imparfaite.

5 La série est la somme de la série désaisonnalisée des DENS inscrites à l'ADEM et des mesures spéciales pour l'emploi (cette dernière série n'est pas désaisonnalisée).

**GRAPHIQUE 26**  
**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

Alors que les quatre premiers mois de l'année en cours ont encore été marqués par une réduction nette de cinq unités du nombre des établissements de crédit, le processus de concentration, observé dans le secteur bancaire luxembourgeois au cours des quinze derniers mois, marque une pause au cours du second trimestre.

De mai à fin août 2001, le nombre des établissements de crédit est resté stable; l'augmentation du nombre des établissements de crédit d'une unité au cours du mois de mai à la suite de l'ouverture d'une succursale par la Banque Corluy, Anvers (Belgique) a été contrebalancé par le retrait du crédit Commercial de France (Luxembourg) S.A. à la suite de la fusion avec HSBC Republic Luxembourg S.A.

Le 24 août 2001 le nombre des établissements de crédit établis au Luxembourg s'élevait à 197 unités.

### 1.2.6.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

La somme des bilans des institutions financières monétaires s'élève à 764 600 millions d'euros au 30 juin 2001 contre 687 600 millions une année plus tôt, ce qui correspond à une hausse de 11,2%. Au 31 juillet 2001, la somme des bilans des institutions financières monétaires s'établit provisoirement à 767 500 millions d'euros, en légère augmentation par rapport au mois précédent.

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

Au 30 juin 2001, la somme des bilans des établissements de crédit s'élève à 701 260 millions d'euros contre 613 502 millions d'euros au 30 juin 2000, soit une hausse de 14,3%, et s'établit provisoirement au 31 juillet 2001 à 701 198 millions d'euros pour un nombre de 197 banques qui est demeuré constant au cours des deux derniers mois sous revue.

Cette évolution indique dès lors un léger tassement du bilan agrégé des établissements de crédit après avoir vécu une remarquable progression au cours des douze derniers mois. En revanche, il est à relever que la croissance n'a pas évolué de manière linéaire. Après avoir légèrement reculé (-1,0%) de mars à avril 2001, la somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois a progressé de +1,3% d'avril à mai 2001, pour ensuite prendre son envol (+3,7%) au cours du mois de juin 2001, avant de se tasser légèrement au mois de juillet 2001.

La croissance des bilans des banques se traduit par une augmentation de leur volume d'activité et 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 environ 90% du total du bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois. Il faut noter également que les postes «autres actifs» et «autres passifs», après avoir subi une forte augmentation au cours du premier semestre de l'année 2001, sont ensuite retombés en juillet 2001 à leurs niveaux de juin/juillet de l'année précédente.

**Tableau 7** Le tableau ci-dessous reprend les principaux chiffres relatifs à ces différents postes du Bilan et leur évolution<sup>6</sup>:

ACTIF	Montants (en milliards de EUR)			Variations (en milliards de EUR et en pourcent)				Poids relatif
	06/01	12/00	06/00	06/01-06/00		06/01-12/00		
				en mrd de EUR	en %	en mrd de EUR	en %	
Créances interbancaires	329,2	311,6	295,7	+33,5	+11,3	+17,6	+5,6	46,9 %
Créances envers la clientèle	146,2	131,3	125,7	+20,5	+16,3	+14,9	+11,3	20,8 %
Effets et autres valeurs mobilières à revenu fixe	171,2	156,0	148,8	+22,4	+15,1	+15,2	+9,7	24,4 %
Autres actifs	35,0	28,9	24,4	+10,6	+43,4	+6,1	+21,1	5,0 %
Actions et participations	11,5	13,3	13,6	-2,1	-15,4	-1,8	-13,5	1,6 %
Caisse et avoirs à terme	8,0	6,7	5,2	+2,8	+53,8	+1,3	+19,4	1,1 %
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>701,3</b>	<b>647,7</b>	<b>613,5</b>	<b>+87,8</b>	<b>+14,3</b>	<b>+53,6</b>	<b>+8,3</b>	<b>100,0 %</b>

Source: BCL

PASSIF	Montants (en milliards de EUR)			Variations (en milliards de EUR et en pourcent)				Poids relatif
	06/01	12/00	06/00	06/01-06/00		06/01-12/00		
				en mrd de EUR	en %	en mrd de EUR	en %	
Dettes interbancaires	330,0	290,3	292,8	+37,2	+12,7	+39,7	+13,7	47,1 %
Dépôts de la clientèle	224,7	226,9	206,4	+18,3	+8,9	-2,2	-1,0	32,0 %
Dettes représentées par un titre	68,9	59,4	49,5	+19,4	+39,2	+9,5	+16,0	9,8 %
Autres passifs	38,3	33,0	29,0	+9,3	+32,1	+5,3	+16,1	5,5 %
Capital et réserves, passifs subordonnés	27,2	26,0	24,6	+2,6	+10,6	+1,2	+4,6	3,9 %
Provisions et corrections de valeur	9,6	9,2	9,4	+0,2	+2,1	+0,4	+4,3	1,4 %
Résultats	2,5	3	1,9	+0,6	+31,6	-0,5	-16,7	0,4 %
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>701,3</b>	<b>647,7</b>	<b>613,5</b>	<b>+87,8</b>	<b>+14,3</b>	<b>+53,6</b>	<b>+8,3</b>	<b>100,0 %</b>

Source: BCL

<sup>6</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.



Comme l'indiquent les tableaux ci-dessus, l'activité interbancaire demeure prédominante et représente près de la moitié du bilan agrégé. Le 1<sup>er</sup> semestre 2001 est marqué par une reprise de cette activité, surtout au niveau du passif, qui explique en bonne partie l'augmentation du bilan en valeur absolue. On peut noter qu'au 30 juin 2001, les positions interbancaires sont quasiment en équilibre. En revanche, aussi bien les créances que les dettes interbancaires sont en retrait au 31 juillet 2001.

En ce qui concerne les opérations avec la clientèle, les créances continuent de progresser au cours du 1<sup>er</sup> semestre ainsi qu'en juillet 2001, et ce, dans une plus forte mesure qu'au cours du deuxième semestre de l'année 2000.

Plus particulièrement, la demande de crédits immobiliers destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg a très fortement progressé au cours du deuxième trimestre 2001. Elle est largement supérieure à l'accroissement des crédits immobiliers enregistré au cours du premier trimestre 2001 (+28,2% contre +5,5%). Ainsi, le montant de crédits nouvellement accordés au cours du deuxième trimestre 2001 s'élève à 864 millions d'euros, soit 190 millions de plus qu'au cours du premier trimestre 2001. Ce montant représente la plus importante progression enregistrée en matière de crédits immobiliers consentis depuis 1994.

Au 30 juin 2001, la part des crédits immobiliers nouvellement accordés au secteur résidentiel s'élève à 576 millions d'euros, ce qui correspond à 121 millions d'euros de plus que les montants enregistrés au cours du premier trimestre ou encore à 157 millions d'euros de plus que les montants accordés en moyenne en 2000. Les crédits immobiliers nouvellement accordés au secteur résidentiel représentent près de deux tiers de l'ensemble des nouveaux crédits immobiliers accordés par les banques de la place. En ce qui concerne les crédits consentis au secteur non résidentiel, ceux-ci poursuivent leur progression et s'élèvent à 158 millions d'euros, en hausse de 34 millions d'euros, soit 27,4%, par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 2001. Quant aux crédits nouvellement accordés aux non résidents, ces derniers font état d'une baisse considérable et viennent se situer à 10 millions d'euros, contre 62 millions d'euros observés au premier trimestre 2001, ce qui correspond à une baisse de près de 84%.

La croissance soutenue de l'emploi au Luxembourg n'attire pas seulement les frontaliers des trois pays voisins, mais également de nombreux expatriés qui viennent s'installer au Luxembourg soit temporairement soit définitivement. Cet accroissement du nombre des habitants au Luxembourg influence directement la demande de logement et, en l'absence d'une offre suffisante, il en résulte un effet sur les prix des logements. L'évolution démographique actuelle est certes de nature à stimuler davantage la demande pour des crédits immobiliers destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg. Toutefois, dans sa note de conjoncture n°2-01 le STATEC<sup>7</sup> fait remarquer qu'un léger tassement pourrait se faire sentir dans le secteur de la construction. Il convient cependant de remarquer qu'un léger recul des autorisations de bâtir n'implique pas nécessairement une diminution du montant des crédits immobiliers consentis pour des immeubles situés au Luxembourg puisque les prix de ces mêmes immeubles ainsi que les prix de la construction ont sensiblement augmenté au cours des dernières années. Notons finalement que la baisse récente des taux directeurs de la BCE pourrait également conduire à un déclin des taux applicables aux crédits immobiliers, ce qui pourrait également contribuer à accroître la demande pour des crédits immobiliers puisque leur financement devient plus intéressant.

Le montant du poste «portefeuille, effets et autres valeurs mobilières à revenu fixe» a subi une forte augmentation tout au long du premier trimestre 2001 (+12,1%), augmentation qui s'est par ailleurs poursuivie au mois de juillet 2001 (+7,7%), affichant globalement un taux de croissance de 23,9% sur la période de juin 2000 à juillet 2001.

Au passif, l'évolution des dépôts provenant d'établissements de crédit renseigne une progression remarquable. Si un premier creux a été atteint cette année durant les mois de mars et d'avril 2001, avec des montants s'établissant respectivement à 301 281 et 302 591 millions d'euros, leur encours a redécollé au mois de juin pour atteindre 330 016 millions d'euros, et pour reculer ensuite légèrement au cours du mois de juillet (327 139 millions d'euros), tout en demeurant à un niveau élevé par rapport à l'année précédente. Ainsi, en considérant la période s'étalant de juin 2000 à juillet 2001, la progression des dépôts provenant d'établissements de crédit a été de 11,7%, la plus forte poussée ayant été enregistrée de mai à juin avec une augmentation de 27 425 millions d'euros, soit +9,1%.

<sup>7</sup> STATEC – Note de conjoncture n° 01 pp. 67 à 69.

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

Depuis le début de l'année, le secteur financier a, une fois de plus, poursuivi sa forte croissance en termes de volume d'activités et les chiffres relatifs à l'emploi viennent conforter cette tendance positive.

Par rapport au 31 décembre 2000, les effectifs dans le secteur financier font état d'une augmentation de 1 078 emplois, ce qui correspond à une croissance de l'emploi de 4,1% sur le premier semestre 2001. Au 30 juin 2001, l'emploi dans le secteur financier s'élève en termes nominaux à 27 617 personnes.

L'emploi dans le secteur financier représente près de 10% de l'emploi intérieur total et affiche au 30 juin 2001 une sereine progression de 1,3% par rapport au premier trimestre de l'année en cours, confirmant de ce fait son importance dans son rôle de moteur du développement de l'emploi au Luxembourg. En effet, alors que l'emploi intérieur total s'est accru de 5,7% entre la période du 30 juin 2000 et la même date de l'année en cours, le taux de croissance de l'effectif du secteur financier atteignait 10,6%, soit 2 640 personnes en plus sur une année.

Le secteur des établissements de crédit, qui constitue la plus grande part de l'effectif du secteur financier, poursuit sa remarquable croissance en dépit du léger recul du nombre des établissements de crédit constaté sur la place financière de Luxembourg.

Au cours du deuxième trimestre de l'année 2001, l'effectif dans les établissements de crédit a augmenté de 258 unités et, depuis le début de l'année, de 687 unités, ce qui correspond à un taux de croissance de respectivement 1,1% et 3%. En termes absolus, l'effectif dans l'ensemble des établissements de crédit établis au Luxembourg s'élève à 23 722 personnes en date du 30 juin 2001, ce qui représente une augmentation de 1 735 unités ou encore 7,9% par rapport au 30 juin de l'année précédente.

Si l'on considère ces chiffres dans le cadre du mouvement de consolidation du secteur financier observé ces dernières années, on peut affirmer que, globalement, les fusions/acquisitions et les liquidations bancaires n'ont pas affecté l'emploi dans le secteur bancaire, dont la progression s'est poursuivie à un rythme soutenu. Les mouvements de concentration qui se sont opérés au cours des derniers mois se sont déroulés en majeure partie dans une optique de développement

d'activités communes et de l'utilisation de synergies nouvelles, notamment en vue de réaliser des économies d'échelle, sans que le phénomène de «destruction d'emplois» n'ait pu être observé.

L'augmentation de l'effectif dans le secteur bancaire au cours de ces douze derniers mois peut, au contraire, s'expliquer par un certain nombre de facteurs. Si les développements en matière d'e-banking et de services bancaires dits «en ligne» se sont poursuivis, il est à noter que les domaines liés aux fonds d'investissement et de pension ont connu une expansion de leurs activités, qui s'est matérialisée par un accroissement de leurs effectifs.

En effet, les banques agissent en tant qu'administrations centrales des OPC luxembourgeois et assument le rôle de banque dépositaire des actifs qu'elles sont appelées à gérer dans ce contexte. Compte tenu du développement rapide du nombre des OPC luxembourgeois et du volume des actifs sous gestion, la mise à disposition de ces services exige des besoins accrus en ressources humaines au niveau des banques luxembourgeoises. Par ailleurs, le développement de ces activités principales s'est également matérialisé par un accroissement des fonctions dites de support, lesquelles ont notamment pour objet d'accompagner et de soutenir les métiers de base des banques dans la progression qu'ils ont vécue.

Au 30 juin 2001, l'effectif des banques se compose à hauteur de 32,9% de personnel de nationalité luxembourgeoise et à hauteur de 67,1% de personnel de nationalité étrangère. En termes absolus, l'effectif de nationalité luxembourgeoise s'élève à 7 816 unités, en progression de 0,5% par rapport au 30 juin de l'année précédente, alors que l'effectif de nationalité étrangère représente 15 906 unités, ce qui correspond à une augmentation de 12% sur la même période. A cette même date, la population masculine représente 53,8% de l'effectif total du secteur bancaire, en progression de 7% par rapport au 30 juin 2000, contre 46,2% pour la population féminine, laquelle a progressé de 8,9% sur la même période.

L'évolution de l'effectif dans le secteur des autres professionnels du secteur financier (PSF) affiche également une solide croissance. En chiffres absolus, l'emploi dans le secteur des PSF comprend 3 895 personnes au 30 juin 2001, en hausse de 391 unités, soit 11,2% par rapport au 31 décembre 2000 et en hausse de 905 unités, soit près de 30,3% par rapport au 30 juin de l'année écoulée.

L'effectif au sein du secteur des PSF se caractérise par une importante présence de personnel de nationalité étrangère. Au 30 juin 2001, le personnel est à hauteur de 14,1% de nationalité luxembourgeoise et à hauteur de 85,9% de nationalité étrangère. Si l'on compare cette prise de vue à celle établie au 30 juin de l'année précédente, on observe, en termes relatifs, une progression assez importante (+33,7%) du personnel de nationalité étrangère au sein des PSF, évolution qui va de pair avec une internationalisation de la place financière et des besoins accrus en matière de main-d'œuvre.

Considéré sous une autre perspective, l'évolution croissante de l'emploi au niveau des PSF doit être comparée au niveau du nombre d'établissements recensés au titre de PSF. En effet, sur la période s'étalant du 30 juin 2000 au 30 juin 2001, le nombre de PSF s'est accru de 37 unités pour atteindre un total de 133 établissements, ce qui représente une croissance de 38,5% sur cette même période.

Dans ce contexte, il peut être relevé que les progressions les plus remarquables ont eu lieu au sein des sociétés actives dans le domaine de l'administration des fonds d'investissement. Leur évolution va de pair avec le bon développement qu'a également connu le secteur bancaire dans ce domaine, confirmant une fois de plus la bonne santé du secteur financier de manière générale.

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

L'évolution des comptes de profits et pertes du premier trimestre de l'année en cours s'est annoncée en léger recul par rapport au premier trimestre de l'année 2000, laissant ainsi présager un début d'exercice plus difficile. Toutefois, les chiffres établis au terme du deuxième trimestre 2001 viennent infirmer cette impression et vont dans le sens d'une amélioration de l'activité par rapport au deuxième trimestre de l'année précédente.

Les résultats des établissements de crédit au 30 juin 2001 montrent des taux de croissance plus importants par rapport aux résultats affichés au 30 juin 2000, faisant entrevoir une amélioration des performances des banques par rapport à celles observées au premier trimestre de l'année en cours.

La marge sur intérêts, qui s'élève à 2 211 millions d'euros, affiche une progression importante de 18,8% par rapport au 30 juin de l'année précédente. Les intérêts et dividendes perçus progressent sur une base annuelle de 5 035 millions d'euros alors que les intérêts bonifiés

n'augmentent que de 4 685 millions d'euros par rapport au 30 juin 2001. Toutefois, on retiendra que le taux de croissance des intérêts et dividendes perçus (22,5%) atteint pratiquement le même niveau que celui des intérêts bonifiés qui, eux, sont en augmentation de 22,9% sur ce même horizon temporel. La progression de la marge sur intérêts s'explique notamment par deux facteurs: d'un côté, le développement des activités bilancitaires (la somme des bilans est en hausse de 14,3% entre les deux dates de référence) contribue à la progression des intérêts et dividendes perçus et bonifiés et de l'autre, la tendance à la baisse des taux d'intérêt à court terme au cours des derniers mois a permis aux établissements de crédit de trouver des refinancements à des conditions plus avantageuses qu'au début de l'année en cours. Au vu de ces développements, la marge sur intérêts gagne en importance relative dans le résultat brut et représente désormais 50,8% du résultat brut (contre 45,4% une année plus tôt).

Le résultat hors intérêts accuse un léger recul de l'ordre de 4,4% et subit essentiellement les conséquences de l'importance de la diminution du résultat sur commissions (9,9%) par rapport au 30 juin 2000. Cette baisse s'explique essentiellement par deux facteurs: d'une part, le solde sur commissions est fonction de la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif, laquelle a subi de faibles baisses en début d'année, et d'autre part, la clientèle privée intervient moins sur les marchés financiers qui ont été sujets à des turbulences et qui pour l'instant n'évoluent pas de manière satisfaisante pour les investisseurs. Le solde net sur commissions perd dès lors quelque peu de son importance en termes relatifs dans le résultat brut et ne représente plus que 33% de ce dernier (par rapport à 38,9% au 30 juin de l'année précédente).

En dépit du recul enregistré au niveau du résultat hors intérêt, le résultat brut (ou produit bancaire) est en progression de 6,1% au 30 juin 2001 et se situe à 4 352 millions d'euros contre 4 101 millions d'euros à la même date de l'année 2000. A relever qu'au cours du premier trimestre 2001, l'évolution du résultat brut était légèrement négative (-3,0%) par rapport au premier trimestre de l'année précédente.

Au niveau de l'évolution des frais, on constate une augmentation de 11,2% des frais de personnel et d'exploitation qui ne devrait pas surprendre si l'on prend en considération l'évolution de l'effectif dans le secteur financier. Dans ce contexte, l'effectif dans le secteur financier s'élève à 23 726 unités au 30 juin 2001, soit une progression de 1 602 unités, soit 7,2%, par rap-

port au 30 juin 2000. Les frais de personnel (+10,1%) ainsi que les frais d'exploitation (+12,6%) sont en hausse sur la période considérée, toutefois dans une moindre mesure que sur la période s'étalant du premier trimestre 2001 au premier trimestre de l'année précédente, affichant des progressions respectivement de 11,5% et de 17,0%.

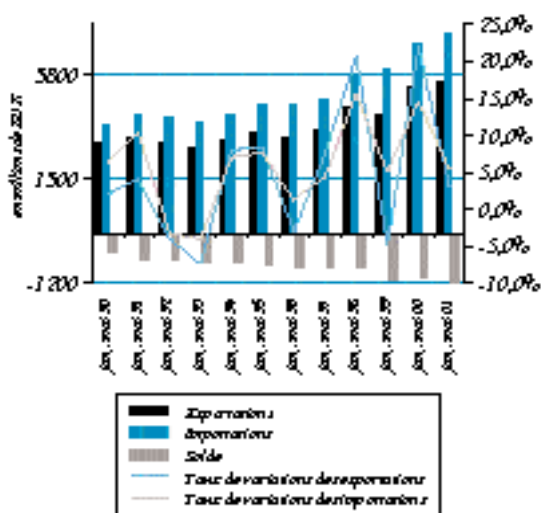
L'évolution des frais de personnel de même que des frais généraux s'inscrit dans le contexte de l'évolution dynamique de l'emploi dans le secteur bancaire (cf. ci infra).

Compte tenu de ces évolutions, le résultat avant provisions affiche un taux de croissance annuel de 2,6% par rapport au 30 juin 2000, alors que celui-ci était en recul de 12,8% sur la période du premier trimestre 2001 au premier trimestre de l'année précédente.

### 1.2.7 Le commerce extérieur

Sur la période couvrant janvier à mai 2001, le déficit du commerce extérieur s'est creusé de 13,9% par rapport à la même période de l'année précédente. Ce développement est le fait d'une croissance des importations plus soutenue que celle des exportations. En effet, les importations ont crû de 5,4% en valeur sur cette période. La croissance des fournitures reçues est surtout due à l'effet volume (+3,2%). La progression des exportations atteint, en variation annuelle, 3% en valeur et 1,4% en volume sur la période couvrant janvier à mai 2001.

**GRAPHIQUE 27**  
**COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG**  
**(VALEURS)**



Source: STATEC

Au cours de la période relative aux cinq premiers mois de l'année 2001, les livraisons de biens à l'étranger ont bénéficié du fort développement du secteur des machines et des équipements (+12,5%, soit 95,5 millions d'euros). Du côté des importations, ce même secteur n'a augmenté que de 7,1%, soit 64,9 millions d'euros. Le solde dégagé par cette catégorie de produits, bien que toujours déficitaire, s'est fortement amélioré au cours des cinq derniers exercices. Cette diminution du déficit net semble provenir d'une production nationale croissante de machines et d'équipements.

Parmi les produits traditionnellement exportés par le Luxembourg, les produits chimiques et produits connexes ont régressé de 7,2% sur la période de janvier à mai 2001 comparée à la même période en 2000. En effet, après une belle remontée pendant les quatre premiers mois de l'année, les fournitures de ces produits ont sévèrement baissé en mai 2001. Il est à noter que les exportations de produits chimiques ont enregistré au courant des dernières années des fluctuations très importantes.

Les sorties d'articles en métaux communs ont progressé de 6,2% sur la même période profitant ainsi de l'évolution favorable de l'industrie sidérurgique résidente. Les articles en métaux communs et le secteur des machines et des équipements représentent plus de la moitié des exportations luxembourgeoises.

Le développement soutenu des importations est attribuable à une croissance des principales catégories de produits, sous l'influence d'une progression continue des entreprises du secteur financier (exportatrices de services divers) ainsi que par le développement continu du niveau de vie. De même, les importations de certains types de produits se sont stabilisées à un niveau élevé. Dans la première catégorie, on peut citer les entrées de fournitures relatives des matériaux de transports (+9,2%) qui atteignent 724 millions d'euros, soit presque le montant record réalisé sur la période couvrant les 5 premiers mois en 1999. Ce développement a été notamment favorisé par l'achat d'un avion gros-porteur par l'entreprise Cargolux pendant la période en revue, ce qui amène la flotte de ce transporteur aérien à 11 avions gros-porteurs. Le secteur des autres articles classés d'après la matière première a de même fortement augmenté (+19,4%).

Dans la deuxième catégorie, on note les importations de combustibles minéraux qui se sont stabilisées au niveau élevé de l'année précédente.

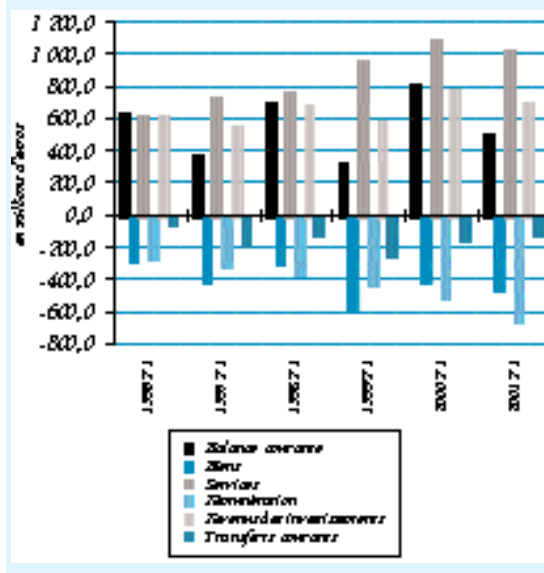
En terme de ventilation géographique, les pays limitrophes demeurent, autant du côté des importations que des exportations, les principaux partenaires commerciaux du Luxembourg. Ainsi, les échanges avec les pays de la zone euro représentent environ trois quarts des exportations et plus de quatre cinquièmes des importations. Sur les cinq premiers mois de l'année 2001, la poussée des exportations a été portée principalement par les livraisons aux Etats non membres de la zone euro (+4,3%), contrairement aux périodes précédentes où le moteur de la croissance des exportations luxembourgeoises était localisé dans la zone euro et, en particulier, les trois pays limitrophes. Alors qu'au cours des cinq premiers mois de l'année 2001 les exportations vers l'Allemagne, pays qui importe à lui seul plus d'un quart de nos exportations totales, ont progressé de 5,8%, celles à destination de la France et de la Belgique ont reculé. Le surplus commercial réalisé avec la France a de ce fait fortement décliné, alors que tous les autres soldes commerciaux bilatéraux avec les Etats membres de la zone euro sont déficitaires. Les livraisons vers les pays asiatiques, dont notamment le Japon, ont fortement progressé (+20,9%) mais restent en termes absolus d'une importance réduite (3,3% des exportations totales).

### 1.2.8 La balance des paiements courants

L'excédent de la balance courante s'est détérioré de 38,2% (-315 millions d'euros) sur le premier trimestre de l'année 2001 par rapport au premier trimestre de l'année précédente. Cette diminution résulte aussi bien d'une augmentation du déficit des biens que du recul des surplus générés par les échanges internationaux de services et les revenus.

GRAPHIQUE 28

#### EVOLUTION DES COMPOSANTES PRINCIPALES DE LA BALANCE COURANTE DU LUXEMBOURG



Source: STATEC

Le tableau suivant identifie la contribution des principales composantes responsables de l'évolution du solde de la balance des paiements.

Tableau 8

#### Contribution par composantes à l'évolution du solde de la balance des paiements courants pour le premier trimestre 2001

(en terme de variation annuelle)

<b>Balance des paiements courants</b>	-315
dont Biens	-56
Services	-68
Revenus	-227
Rémunération des salariés	-134
Revenu des investissements	-92

en millions d'euros

Source: STATEC, calcul BCL

Sur la période couvrant les trois premiers mois de l'année 2001, le déficit réalisé au niveau de la composante des marchandises a crû de 13,7% par rapport à la même période de l'année 2000. Cette évolution s'explique par une plus forte augmentation des importations (+8,6%) que des exportations (+7,7%). L'évolution du commerce extérieur, décrite ci-avant, s'applique, malgré certains écarts de niveau, au comportement de la composante des biens, établie selon la méthodologie de la balance des paiements.

Comme par le passé, l'évolution 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. Ainsi, la dégradation du surplus constatée, au cours du premier trimestre 2001, au niveau de la composante des services (-6,1%), a contribué à 21% du total de la décroissance du surplus global de la balance courante. Il est à remarquer que c'est la première fois depuis 1995 que le solde de la composante des services diminue sur la période du premier trimestre d'une année.

Le principal responsable de cette évolution est la sous-composante de la rubrique des services relative aux redevances et droits de licence, qui reprend notamment toutes les opérations en relation avec l'acquisition et la vente de droits de licence. Son solde s'est ainsi dégradé, en variation annuelle, en passant d'un surplus de 2,5 millions d'euros pour le premier trimestre 2000 à un déficit de 35 millions d'euros. Cette chute a contribué pour 11,2% à la dégradation totale du surplus de la balance courante.

La diminution du surplus, au niveau de la sous-composante des services financiers (-1,3%), découle d'un repli conjoint des exportations et des importations, avec un effet en valeur plus large du côté des exportations. Ce creux résulte principalement de la baisse brutale des marchés boursiers qui ont entraîné un affaiblissement des revenus de commission des établissements de crédit (-11,5%) au cours du premier trimestre 2001 par rapport à la même période en 2000. De plus, la rentabilité des OPC étant moindre, les commissions payées par les OPC aux établissements de crédit luxembourgeois dans le cadre de leurs fonctions d'agents administratifs ou dépositaires ont de même diminué. Rappelons à cet effet que les frais payés par les OPC aux établissements de crédit dans leurs fonctions d'agent administratif ou de banque dépositaire sont intégrés dans les services financiers recensés dans la

balance des paiements du fait que ces frais sont, in fine et en majeure partie, à charge des détenteurs de parts non-résidents. En observant les résultats financiers des établissements de crédit pour le premier semestre de l'année en cours, cette baisse ne devrait pas perdurer au courant de l'année.

Les autres types de services internationaux excédentaires, qui sont les voyages, les services de communication et les transports, enregistrent une progression de leurs excédents sur la période analysée. Ainsi, l'excédent des services de transport a crû de 18,9% au cours du premier trimestre 2001 par rapport à la même période en 2000. Le surplus réalisé au niveau de cette sous-composante s'explique essentiellement par les activités de transport aérien, passager et fret, des deux compagnies aériennes nationales. Toutefois, alors que pour les exercices précédents, l'augmentation du surplus réalisée au niveau de cette sous-composante était occasionnée par une croissance des activités de fournitures de services à des non-résidents, pour la période sous revue, elle est occasionnée par une quasi stagnation des exportations (-1,4%) et par une diminution des importations (-9,0%). Cette évolution s'explique, du côté des exportations, par le fait que les résultats réalisés par les compagnies résidentes, actives dans le transport international au courant de l'année 2000, sont à considérer comme exceptionnels et que leurs activités semblent s'être stabilisées à un niveau élevé. Du côté des importations, le fléchissement s'explique principalement par un effet de base du fait que des compagnies résidentes, au cours du premier trimestre 2000, avaient utilisé les services de transporteurs non-résidents pour des importations exceptionnelles de marchandises de grandes valeurs.

Les postes des services de la balance des paiements, qui présentent historiquement un déficit, ont encore vu s'accroître cette évolution. Il s'agit notamment des autres services aux entreprises (+10,8%), qui sont directement liées au développement de produits financiers dans les domaines d'activités des OPC et de la gestion patrimoniale. Le développement des exportations de services financiers entraîne comme contrepartie une augmentation des importations d'autres types de services tels que le conseil aux entreprises.

La diminution du surplus au niveau des revenus a contribué majoritairement à la baisse du surplus global. La composante des revenus est constituée des rémunérations des employés et des revenus des investissements.

Le déficit enregistré au niveau des rémunérations des salariés ne cesse d'augmenter (+26,1% pour le premier trimestre de l'année 2001) 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.

Le surplus enregistré au niveau des revenus des investissements a diminué de 11,6% alors que la marge sur intérêts, réalisée par les établissements de crédit, affiche une croissance importante. Ce recul semble s'expliquer par une croissance des revenus sur les investissements directs payés aux maisons mères étrangères. En effet, la majorité des établissements de crédit sont le résultat d'investissements directs de l'étranger au Luxembourg qui reversent à leurs actionnaires les profits réalisés au Luxembourg, soit directement en payant des dividendes, soit indirectement en réinvestissant les bénéfices dans l'entreprise.

luxembourgeoise ne devrait dès lors revoir les beaux jours qu'avec le retour d'une meilleure conjoncture internationale. En revanche, le secteur de la construction et le commerce devraient mieux résister au ralentissement international. Pour ce qui est des autres secteurs, le secteur financier a certes connu un premier trimestre difficile, mais il a retrouvé le chemin de la croissance au deuxième trimestre. Son évolution sera influencée par le climat général des affaires sur les marchés financiers et le secteur pourrait profiter d'une baisse de l'incertitude et du retour de la confiance des investisseurs. De même, la baisse des taux d'intérêt à court terme devrait lui être bénéfique. Le secteur des communications, en forte croissance, demeure un point d'incertitude. En raison d'un manque d'indicateurs mensuels ou trimestriels, il est difficile d'établir un diagnostic conjoncturel. Le ralentissement dans la zone euro est en partie lié à la faiblesse du secteur des technologies et de l'information et plus particulièrement à

**Tableau 9 Soldes de la balance des paiements courants du Luxembourg**

<i>en millions d'euros</i>	<i>Trim 1 1998</i>	<i>Trim 1 1999</i>	<i>Trim 1 2000 (1)</i>	<i>Trim 1 2001 (1)</i>
Opérations courantes	706,2	331,5	825,5	510,3
Biens	-294,5	-571,7	-411,9	-468,2
Services	779,0	973,9	1 103,4	1 035,6
Rémunération des salariés	-356,3	-422,8	-515,4	-649,9
Revenu des investissements (2)+(3)	690,3	599,0	796,3	704,1
Transferts courants	-112,2	-247,0	-146,8	-111,3

(1) chiffres provisoires

(2) y compris bénéfices réinvestis

(3) estimation pour les chiffres 2001

Source: STATEC

### 1.2.9 Perspectives d'avenir de l'économie luxembourgeoise en 2001

Globalement, les perspectives d'avenir ne se sont pas améliorées depuis la publication de notre dernier bulletin trimestriel. Ainsi, l'environnement international a continué à se dégrader sous l'influence d'une conjoncture en perte de vitesse aux Etats-Unis. L'industrie

la chute des investissements dans les nouvelles technologies. Etant donné son ouverture vers l'extérieur, le secteur des communications au Luxembourg ne devrait pas échapper à la baisse de régime qui sera pourtant atténuée du fait que les services offerts par les entreprises au Luxembourg s'orientent davantage vers les consommateurs que les entreprises.

Quant à l'optique dépenses du PIB, alors qu'on relève un commerce extérieur beaucoup moins dynamique qu'au cours de l'année précédente, la demande interne devrait rester robuste. En effet, l'évolution des indicateurs mensuels relatifs à la consommation privée est positive et l'investissement privé des entreprises industrielles ne semble guère affecté: selon l'enquête bisannuelle d'investissements, ceux-ci pourraient s'insérer en très nette hausse par rapport à l'année précédente.

En somme, le Luxembourg n'est pas à l'abri d'un ralentissement de la croissance économique et devrait donc rompre cette année avec les expansions rapides connues en 1999 et 2000. Alors qu'une incertitude élevée demeure quant à l'étendue du ralentissement et

au timing du revirement conjoncturel, les signes actuels pointent vers un scénario de croissance mais à rythme ralenti en raison d'une demande interne soutenue. En revanche, si le prix du pétrole persistait à des niveaux élevés ou se mettait éventuellement à remonter, et si la situation économique s'empirait dans les pays voisins, les risques conjoncturels pour le Luxembourg s'accroîtraient davantage.

#### 1.2.10 Les finances publiques

Le gouvernement a présenté, le 30 juillet 2001, les grandes lignes du projet de budget pour l'exercice 2002, qui sont reprises dans le tableau qui suit:

**Tableau 10 Les chiffres clés du budget**

<i>en millions d'euros</i>	<i>2001 Budget définitif</i>	<i>2002 Projet de budget</i>	<i>Variation en %</i>
<b>Budget courant</b>			
Recettes courantes	5 412,8	5 941,4	9,77%
Dépenses courantes	4 636,9	5 124,4	10,51%
Excédents	775,9	817,0	
<b>Budget en capital</b>			
Recettes en capital	33,9	35,9	5,90%
Dépenses en capital	808,5	843,8	4,37%
Excédents	-774,6	-807,9	
<b>Budget total</b>			
Recettes totales	5 446,7	5 977,3	9,74%
Dépenses totales	5 445,4	5 968,2	9,60%
Excédents	+1,3	+9,1	

Source: Ministère des Finances



Le gouvernement table sur une croissance du PIB de 4 à 4,3% pour l'année 2001, et de 5,5% pour 2002.

Les investissements publics connaîtront, avec 727 millions d'euros, une hausse de 30% par rapport à l'exercice 2001. Les dépenses d'investissement représenteront 11,7% des dépenses budgétaires totales.

A noter que la deuxième phase de la réforme fiscale pour les personnes physiques allégera la ponction fiscale des particuliers de LUF 7 milliards supplémentaires en 2002, en sus des LUF 10 milliards déjà accordés en 2001.

L'imposition des entreprises sera réduite à 30%.

A l'image des deux exercices précédents, l'Etat central n'émettra pas de nouveaux emprunts.

Le financement de différentes mesures sociales est budgétisé à concurrence de 36 millions d'euros, dont une hausse de 25 euros par enfant et par mois des allocations familiales, un forfait d'éducation de 75 euros par enfant et par mois en faveur des femmes s'étant consacrées à l'éducation de leurs enfants et l'extension des «baby years» pour les enfants nés avant 1988 et des mesures spécifiques aux pensions minimales. Les aides au logement s'élèveront à 63,2 millions d'euros en 2002.

Les domaines de l'éducation et de la recherche seront dotés de 29 millions d'euros. Des investissements dans le réseau ferroviaire seront effectués à hauteur de

389 millions d'euros ainsi que 15 millions d'euros pour les liaisons ferroviaires internationales.

Les mesures décidées dans le cadre de l'ESB et dans l'intérêt de la sécurité alimentaire seront prolongées. Leur coût pour 2002 sera de 1,9 million d'euros.

La coopération au développement sera portée en 2002 à un taux de 0,8% du PIB (181 millions d'euros) situant ainsi le Luxembourg parmi les trois Etats mettant proportionnellement le plus de ressources à disposition de l'aide au développement.

A noter que la recommandation du Conseil du 15 juin 2001 sur les grandes orientations des politiques économiques des Etats membres et de la Communauté comprend, entre autres, les recommandations spécifiques suivantes pour le Luxembourg: «... la politique budgétaire devrait se fixer les objectifs suivants:

- i. mettre en œuvre une politique budgétaire plus restrictive lors de l'exécution du budget de 2001 et de l'élaboration du budget de 2002 afin de pouvoir neutraliser les pressions inflationnistes si elles persistent, et
- ii. suivre de près l'accroissement des dépenses publiques afin de préserver l'équilibre des finances publiques en cas de ralentissement de la croissance du PIB réel et leur caractère durable à long terme compte tenu du vieillissement de la population.»