

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	13
1.1.3	Les marchés boursiers	14
1.1.4	Le taux de change de l'euro	14
1.1.5	L'évolution des prix et des coûts	15
1.1.5.1	Prix à la consommation	15
1.1.5.2	Prix à la production industrielle	16
1.1.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	17
1.1.7	Le commerce extérieur	20
1.1.8	La balance des paiements	21
1.1.8.1	Le compte des transactions courantes	21
1.1.8.2	Le compte de capital	21
1.1.8.3	Le compte financier	22
1.2	La situation économique au niveau de la Grande Région	23
1.3	La situation économique au Luxembourg	25
1.3.1	L'évolution des prix et des coûts	25
1.3.1.1	Prix à la consommation	25
1.3.1.2	Prix à la production industrielle	27
1.3.2	Industrie	27
1.3.3	Construction	27
1.3.4	Comptes nationaux	28
1.3.5	Marché du travail	33
1.3.6	Le secteur financier	38
1.3.6.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	38
1.3.6.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	38
1.3.6.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	38
1.3.6.4	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	41
1.3.6.5	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	42
1.3.7	Le commerce extérieur	45
1.3.8	La balance des paiements courants	47
1.3.9	Les finances publiques	48

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme

Après avoir poursuivi une politique d'assouplissement monétaire en 2001, l'Eurosystème a maintenu ses taux directeurs inchangés pendant les premiers mois de l'an 2002.

Ainsi, le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est resté inchangé à 3,25% depuis le 8 novembre 2001. Les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt ont également été maintenus à leurs niveaux de respectivement 4,25% et 2,25%.

Tableau 1 Opérations sur taux opérées par l'Eurosystème

	Opérations principales de refinancement	Facilité de dépôt	Facilité de crédit marginal
10 mai 2001	4,50% (-0,25)	3,50% (-0,25)	5,50% (-0,25)
30 août 2001	4,25% (-0,25)	3,25% (-0,25)	5,25% (-0,25)
17 septembre 2001	3,75% (-0,50)	2,75% (-0,50)	4,75% (-0,50)
8 novembre 2001	3,25% (-0,50)	2,25% (-0,50)	4,25% (-0,50)

Source: BCE

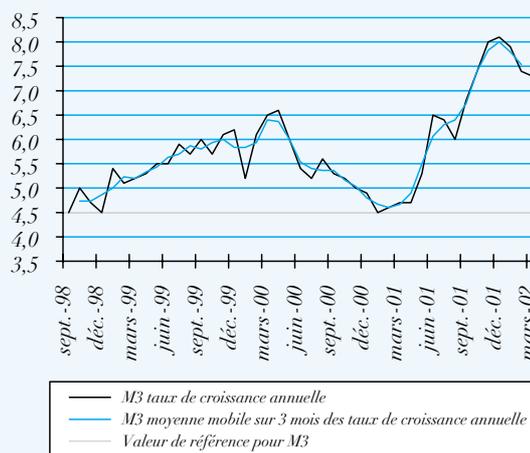
Depuis la dernière réduction de ses taux directeurs, ayant eu lieu en date du 8 novembre 2001, l'évaluation des informations contenues dans les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème indique que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié pour assurer le maintien de la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro. Néanmoins, en mai 2002, le Conseil des gouverneurs évalue les perspectives en matière de stabilité des prix légèrement moins favorables qu'elles ne l'étaient vers la fin de 2001.

En ce qui concerne le premier pilier, le taux de croissance annuel de la masse monétaire M3 est resté à des niveaux élevés pendant les premiers mois de l'an 2002. La moyenne mobile des taux de croissance annuels des trois derniers mois (période allant de janvier 2002 à mars 2002) s'est établie à 7,8%.

Néanmoins, le rythme de progression annuelle soutenu de la masse monétaire M3 au cours des derniers mois s'explique principalement par des arbitrages de portefeuille en faveur d'actifs liquides opérés dans un environnement politique, économique et financier caractérisé par de fortes incertitudes. En outre, le ralentissement du rythme de croissance des prêts au secteur privé s'est poursuivi pendant les premiers mois de l'année, mais montre désormais des signes d'arrêt de ce fléchissement.

Globalement, les informations provenant du premier pilier ne devraient actuellement pas signaler l'existence de risques pour la stabilité des prix à moyen terme mais doivent continuer de faire l'objet d'une attention particulière.

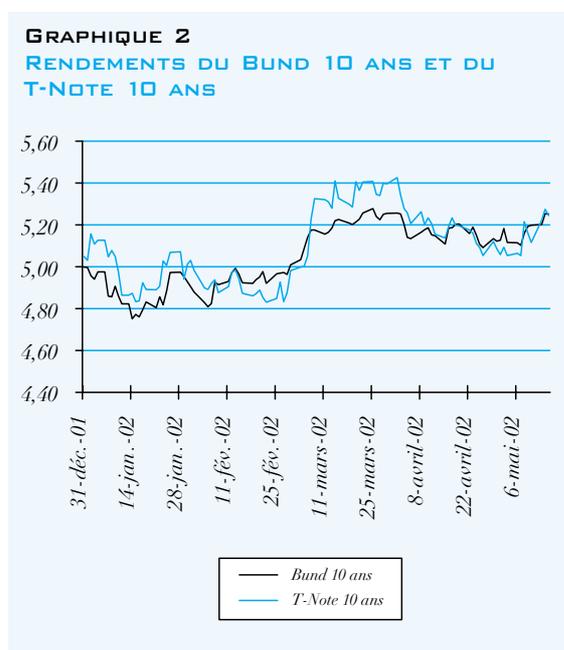
GRAPHIQUE 1
CROISSANCE DE M3 DE LA
ZONE EURO EN %



Source: BCE

S'agissant du second pilier, les informations récentes confirment le scénario d'une reprise progressive de l'activité économique au cours de l'année. La confiance des chefs d'entreprise s'est sensiblement améliorée ces derniers mois et les conditions de financement sont jugées favorables. Cependant, des incertitudes subsistent concernant la vigueur de la reprise actuelle. En mai 2002, le Conseil des gouverneurs évalue les perspectives en matière de stabilité des prix légèrement moins favorables qu'elles ne l'étaient vers la fin de 2001, celles-ci dépendant largement de l'évolution du prix du pétrole ayant enregistré récemment un renchérissement substantiel.

1.1.2 Les rendements des titres publics à long terme



Source: Bloomberg

Les taux obligataires publics à long terme américains et européens ont globalement suivi une trajectoire similaire.

En début de l'an 2002, les taux à long terme se sont repliés dans un premier temps sur fond d'une nouvelle baisse des marchés financiers et de signaux contradictoires quant aux perspectives économiques internationales.

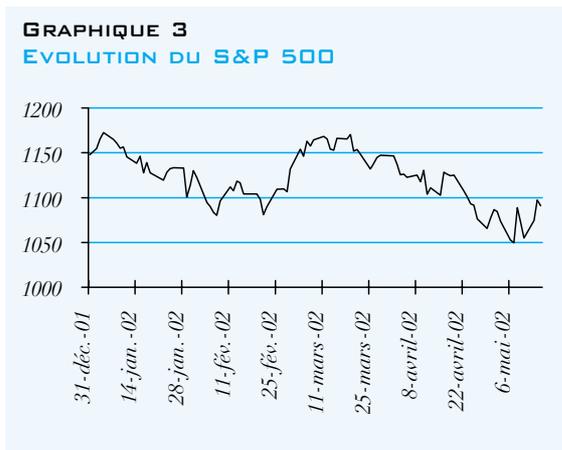
A partir de fin janvier 2002, les taux se sont légèrement repris suite au regain d'optimisme dans le sillage de la publication de données économiques en faveur d'un redressement de l'activité.

Ensuite, en mars 2002, un mouvement haussier sensible s'est manifesté. Aux Etats-Unis, le regain d'optimisme a annulé le net repli qui avait été observé à la suite des attentats du 11 septembre. Néanmoins, de nouvelles tensions ont été provoquées par les incertitudes quant à la fiabilité des résultats publiés par de nombreuses entreprises américaines et notamment les inquiétudes concernant les pratiques comptables employées. Dans la zone euro, ce rebond des taux d'intérêts à long terme semble avoir traduit l'arrêt du report sur les valeurs refuges suite aux attentats du 11 septembre, ainsi qu'un regain d'optimisme quant aux perspectives de l'activité économique.

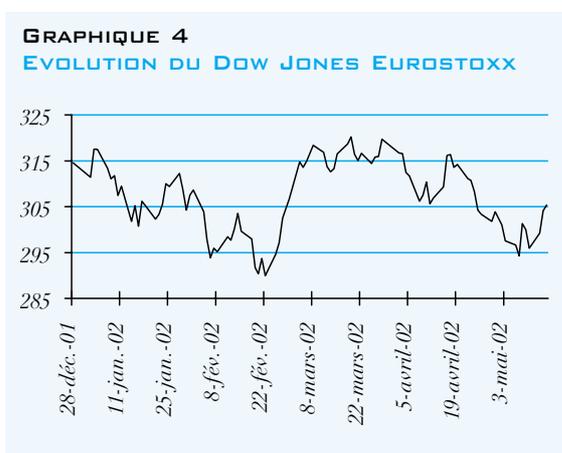
A partir du début du mois d'avril, les rendements obligataires publics à long terme se sont à nouveau légèrement repliés alors que les opérateurs de marché ont revu à la baisse leurs anticipations de croissance économique. Aux Etats-Unis, ce recul semble principalement s'expliquer par la publication de données macroéconomiques moins favorables que prévu et par la persistance de tensions politiques au Moyen-Orient. Dans la zone euro, ces évolutions semblent résulter, d'une part, du sentiment des opérateurs de marché influencé par les perspectives de croissance économique un peu moins favorables et, d'autre part, de leur révision à la hausse des anticipations d'inflation.

En date du 15 mai 2002, date de clôture de la présente publication, les rendements publics à 10 ans de la zone euro, représentés ici par l'obligation de l'Etat allemand «Bund 10 ans», se sont établis à un niveau de 5,25%. Le rendement de l'emprunt obligataire public américain à 10 ans «T-Note 10 ans», quant à lui, s'est établi à un niveau de 5,24% à cette même date.

1.1.3 Les marchés boursiers



Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

Les marchés boursiers américains et européens (mesurés dans cette publication respectivement par le S&P 500 et le Dow Jones Eurostoxx) ont entamé l'année sur une tendance baissière. D'un côté, les opérateurs de marché ont été plus optimistes concernant les perspectives de croissance économique. Or, d'un autre côté, ils sont restés prudents quant à l'ampleur de cette reprise.

Même si les signes d'un redémarrage de l'activité économique aux Etats-Unis et dans la zone euro sont perceptibles, les doutes entourant les perspectives de redressement des résultats d'entreprises ont continué de peser sur les marchés. Par ailleurs, les inquiétudes relatives aux pratiques comptables et à la fiabilité des

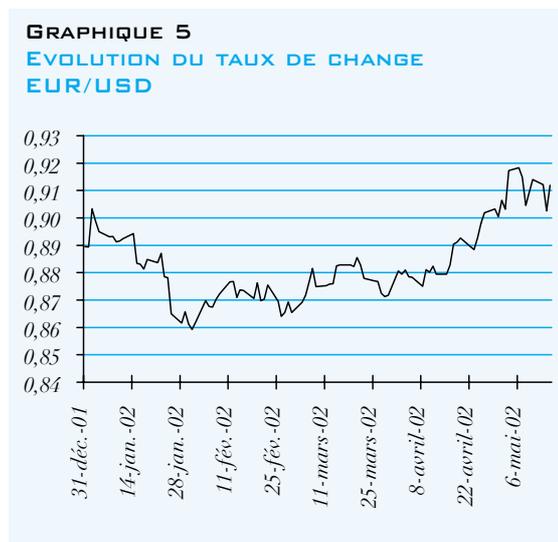
résultats publiés par les entreprises américaines ont pesé sur les bourses américaines et se sont propagées rapidement aux marchés boursiers de la zone euro.

En ce qui concerne les résultats publiés pour le premier trimestre 2002 par les entreprises américaines cotées, les chiffres ont donné des indications plutôt contrastées mais ont été, globalement, légèrement inférieurs aux attentes. Ceux des entreprises européennes, par contre, ont été plutôt conformes aux attentes du marché.

A partir de la mi-mars, les marchés boursiers de la zone euro et des Etats-Unis ont surtout pâti de l'appréciation moins optimiste portée par les opérateurs de marché sur la vigueur de la reprise économique en cours.

En date du 15 mai 2002, le S&P 500 a reculé de 4,97% sur l'année et le Dow Jones Eurostoxx de 2,91%.

1.1.4 Le taux de change de l'euro



Source: Bloomberg

Pendant les premiers mois de l'an 2002, le cours de l'euro par rapport au dollar a été principalement influencé par les deux facteurs suivants. D'un côté, les chiffres macroéconomiques publiés à partir de la fin janvier 2002 évoquent un redressement économique plus dynamique aux Etats-Unis qu'en Europe. D'un autre côté, la faiblesse persistante des marchés boursiers américains continue de peser sur le dollar.

A partir du mois d'avril, les marchés des changes ont enregistré un affaiblissement général du dollar dans un contexte d'inquiétudes quant au caractère durable de la consommation privée aux Etats-Unis ainsi que quant aux résultats futurs des entreprises américaines. A cela s'ajoutent les doutes sur la capacité du gouvernement américain de maintenir sa politique du dollar fort pesant sur la compétitivité des exportations américaines et sur le déficit courant américain. En outre, le dollar souffre de la situation politique au Moyen-Orient.

En date du 15 mai 2002, un euro valait 91,19 cents US contre 88,95 cents à la fin de l'an 2001.

1.1.5 L'évolution des prix et des coûts

1.1.5.1 Prix à la consommation

L'évolution récente des prix à la consommation dans la zone euro a été plus prononcée qu'il avait été prévu à la fin de l'année 2001, en raison de chocs spécifiques, entre autres de la hausse du cours du pétrole. Le rythme annuel de progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est accru fortement en passant de 2,0% en décembre 2001 à 2,7% en janvier 2002, pour reculer ensuite à 2,4% en avril 2002.

La progression en glissement annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie s'est établie en avril 2002, pour le quatrième mois consécutif, à 2,6%, en légère hausse par rapport à décembre 2001. A noter que ce taux de progression est supérieur d'à peu près 0,5 point de pourcentage à celui affiché douze mois plus tôt.

La baisse annuelle des prix de l'énergie s'est ralentie de 4,1% entre décembre 2001 et avril 2002, pour atteindre ainsi -0,5% en avril 2002. Le recul de cette baisse annuelle résulte d'un effet de base lié à la forte progression des prix de l'énergie en janvier et février 2001 mais également du fait que les prix de l'énergie ont affiché des hausses mensuelles au cours des quatre premiers mois de l'année. En effet, le cours du pétrole a atteint des niveaux nettement supérieurs à ceux affichés fin 2001.

La tendance haussière des prix des services, entamée en octobre 1999, a continué au cours des trois premiers mois de l'année avec des taux annuels de 3,0% en janvier et février, de 3,2% en mars, pour ensuite retomber à 3,0% en avril 2002. Cette nette progression des prix des services est surtout liée aux effets indirects des renchérissements antérieurs des importations sur les services, tels que les transports. Il est probable que les prix de certains services aient augmenté dans le cadre du basculement vers l'euro fiduciaire, bien que ces effets sur l'IPCH global soient modérés. Des études sont en cours pour fixer avec plus de précision l'ampleur de cet impact.

Tableau 2 Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)

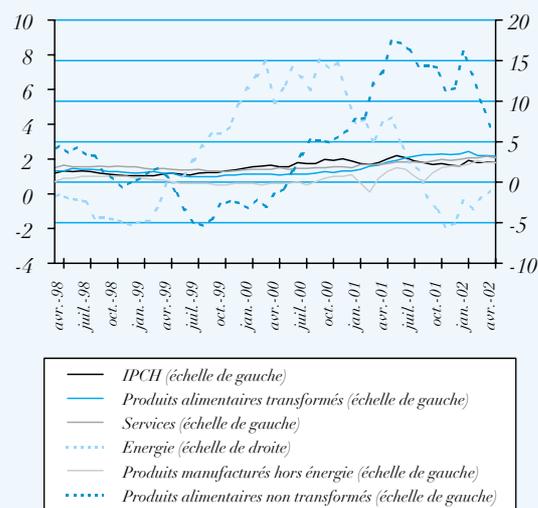
	1999	2000	2001	2001 avril	2001 mai	2001 juin	2001 juil.	2001 août	2001 sept.	2001 oct.	2001 nov.	2001 déc.	2002 janv.	2002 fév.	2002 mars	2002 avril
IPCH global	1,1	2,3	2,6 p	2,9	3,3	3,0	2,6	2,4	2,2	2,3	2,1	2,0	2,7	2,5	2,5	2,4 p
<i>dont:</i>																
Biens	0,9	2,7	2,7 p	3,3	3,7	3,3	2,7	2,3	2,0	2,0	1,5	1,5	2,4	2,1	2,0	2,0 p
<i>Alimentation</i>	0,6	1,4	4,6 p	4,3	5,2	5,3	5,3	5,0	5,0	5,0	4,5	4,6	5,6	4,6	4,2	3,6 p
- Produits alimentaires non transformés	0,0	1,7	7,2 p	7,2	9,0	8,9	8,5	7,6	7,6	7,5	6,2	6,3	8,4	7,1	5,5	4,1 p
- Produits alimentaires transformés	0,9	1,1	2,9 p	2,5	2,7	3,0	3,2	3,4	3,4	3,5	3,4	3,5	3,6	3,3	3,3	3,2 p
<i>Produits manufacturés</i>	1,0	3,4	1,7 p	2,8	3,1	2,4	1,4	1,0	0,5	0,5	0,0	0,2	0,9	0,8	1,0	1,2 p
- Produits manufacturés hors énergie	0,7	0,7	1,4 p	1,3	1,5	1,4	1,0	0,7	1,2	1,5	1,6	1,6	1,7	1,9	1,8	1,8 p
- Energie	2,4	13,3	2,6 p	7,8	8,5	5,4	2,9	2,0	-1,4	-2,7	-5,0	-4,6	-1,8	-2,8	-1,5	-0,5 p
Services	1,5	1,7	2,5 p	2,3	2,5	2,5	2,5	2,4	2,6	2,8	2,7	2,8	3,0	3,0	3,2	3,0 p
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,1	1,2	2,1 p	2,0	2,1	2,2	2,0	1,9	2,2	2,4	2,4	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6 p

p = provisoire

Source: Eurostat

GRAPHIQUE 6
VENTILATION DE L'IPCH DANS LA ZONE
EURO

(taux de variation annuels)



Source: Eurostat

Le taux de progression annuel des produits alimentaires non transformés a diminué après avoir atteint encore 8,4% en janvier 2002 pour diminuer progressivement à 4,1% en avril 2002. La tendance des prix de la viande a été baissière depuis octobre 2001, ce qui peut s'expliquer par la dissipation graduelle des conséquences de l'ESB et de la fièvre aphteuse. A noter que les prix des légumes ont aussi diminué quelque peu après une forte hausse en janvier 2002 qui résultait essentiellement des mauvaises conditions météorologiques dans certains pays de la zone euro au début 2002.

Le rythme annuel de croissance des prix des produits alimentaires transformés s'est inscrit en baisse après avoir atteint un point haut de 3,8% en janvier 2002, pour revenir à 3,2% en avril 2002. Cette évolution témoigne que les effets indirects liés aux renchérissements antérieurs des prix des produits alimentaires non transformés s'estompent progressivement.

Le rythme de progression annuel des prix des produits manufacturés hors énergie, qui s'était accéléré depuis

mi-2000, reflétant principalement les effets indirects du renchérissement du cours du pétrole et de la dépréciation de l'euro intervenus auparavant, a fléchi légèrement en mars et avril pour s'établir à 1,8%, suite à un taux de progression annuel de 1,9% en février 2002. Cette diminution de la progression annuelle des prix des produits manufacturés hors énergie indique que les effets indirects mentionnés ci-dessus pourraient arriver à leur terme.

La tendance des taux de progression annuels de l'IPCH au cours des prochains mois devrait être baissière en raison surtout d'effets de base relatifs à la flambée des prix des produits alimentaires début de l'année passée. Il est entendu que l'évolution des cours du pétrole sera cruciale pour ces perspectives. Il convient cependant d'être vigilant au vu du fait que les récentes projections d'inflation publiées par différents organismes, les indicateurs des anticipations d'inflation et les développements en matière salariale ne permettent pas d'arriver à une conclusion évidente quant au caractère durable ou non des hausses antérieures des prix à la consommation. Les projections d'inflation relatives à l'année 2003 dépendent essentiellement de la continuation de la modération salariale au sein de la zone euro.

1.1.5.2 Prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle se sont quasiment stabilisés au premier trimestre de 2002 contre une baisse continue dans la deuxième moitié de 2001. La progression trimestrielle de 0,1% cache cependant des dynamiques très différentes, en l'occurrence une baisse pour les prix des biens intermédiaires qui se poursuit depuis le deuxième trimestre 2001, probablement en raison de la conjoncture toujours fragile, et par ailleurs des hausses pour les autres types de biens.

Le prix du pétrole s'est mis à remonter en début d'année après être revenu en décembre 2001 à son niveau le plus bas depuis mi-1999. Sa progression surprenante d'un prix moyen de 18,6\$/bl en décembre 2001 à presque 26\$/bl en avril 2002 a peut-être été partiellement due à une accélération de la demande du pétrole sur base d'une reprise conjoncturelle, mais elle a été aussi influencée par les tensions politiques aux Proche- et Moyen-Orient. Le conflit palestino-israélien qui s'est amplifié récemment, la possibilité d'une attaque militaire contre l'Iraq ainsi que la menace de l'Iraq, de la Libye et de l'Iran d'arrêter temporairement leurs exportations de pétrole en guise de protestation

contre les incursions israéliennes sur les territoires palestiniens ont contribué à faire remonter le prix de cette matière première. En somme, le prix s'est établi à des niveaux bien supérieurs à ceux anticipés initialement par les marchés des *futures* en début d'année.

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

Au quatrième trimestre 2001, le taux de croissance en variation trimestrielle de l'activité économique dans la zone euro s'est établi, selon la deuxième estimation fournie par Eurostat, à -0,2% (0,6% en variation annuelle). En 2001, le PIB de la zone euro aurait ainsi progressé de 1,5% en variation annuelle, ce qui constitue une croissance nettement inférieure à celle de l'an 2000 (3,4%).

Ce recul du PIB au dernier trimestre 2001 serait dans une large mesure attribuable à la contribution négative, de -0,2 point de pourcentage, de la formation brute de capital fixe et de la variation des stocks qui n'aurait pas été entièrement compensée par la contribution positive de la consommation privée. En ce qui concerne la contribution à la croissance des exportations nettes, force est de constater qu'elle est restée nulle d'après la seconde estimation d'Eurostat. Cependant, les taux de croissance des exportations et des importations ont quant à eux été révisés très substantiellement à la hausse, atteignant -0,6% dans les deux cas à la fin du quatrième trimestre 2001. La valeur ajoutée brute en volume a faiblement augmenté en 2001 principalement à cause de la croissance modérée de la valeur ajoutée dans le secteur industriel (0,7% en 2001 et 3,9% en 2000). Dans les services, le taux de croissance de la valeur ajoutée a aussi ralenti en 2001 (2,5%) par rapport à 2000 (3,6%), ainsi que dans le secteur de l'agriculture et de la pêche (-0,1% en 2000 et -0,8% en 2001).

Un regain de confiance a cependant été enregistré dans les indices d'opinion des entreprises du secteur manufacturier dès la fin 2001 et au début de cette année, de même que dans l'indicateur du climat des affaires. L'indice de confiance des directeurs d'achats pour le secteur manufacturier de la zone euro a en effet connu une progression sans précédents de 2,1 points d'indice en janvier 2002 puis de 2,3 points d'indice pour s'établir à 48,5 points en février 2002. Ce regain de confiance en l'avenir augure d'une reprise potentielle de la production, ce qui serait conforme aux

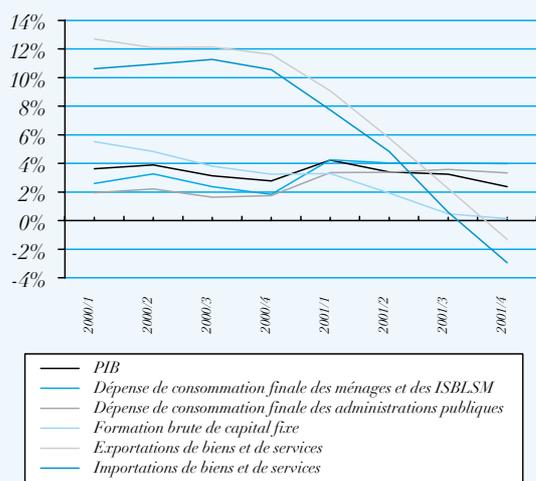
premières prévisions de redressement de la croissance économique dans le courant de cette année. Dans l'immédiat, l'ampleur de cette reprise reste à être vérifiée dans les faits.

Le taux de croissance de la demande interne s'est ralenti progressivement au cours de l'année 2001, passant successivement de 1,8% à 1,1%, à 0,7% puis à -0,1% en variation annuelle au cours des quatre trimestres. Le taux de croissance annuel de la demande interne est ainsi passé de 2,8% en 2000 à 0,9% en 2001. Ce ralentissement est dans une large mesure attribuable à la dégradation de l'environnement économique en 2001 dans la zone euro. Les indicateurs d'activité relatifs aux ménages sont plus volatils que ceux utilisés pour le secteur industriel et ne permettent pas encore à l'heure actuelle d'avoir une idée précise sur la tendance générale de la consommation des ménages amorcée en ce début d'année 2002 au sein de la zone euro.

La formation brute de capital fixe a décéléré tout au long de l'année 2001 en variation annuelle, passant de 1,7% à 0,2%, puis -1,2% et enfin -2,0% au cours des quatre trimestres de 2001. Ce recul du taux de croissance de la formation brute de capital fixe en fin d'année est le résultat du ralentissement économique conjoncturel de 2001, les entrepreneurs dans ce climat des affaires dégradé ayant retardé, réduit ou annulé leurs investissements. Cependant, l'indicateur de confiance des chefs d'entreprise dans la zone euro tendrait à indiquer une amélioration du climat des affaires en ce début d'année 2002. Or, compte tenu du lien concomitant et persistant observé entre la confiance des chefs d'entreprise et la production manufacturière, ce signe de regain de confiance augure d'une reprise probable des investissements et donc de la croissance de la production au cours de cette année 2002.

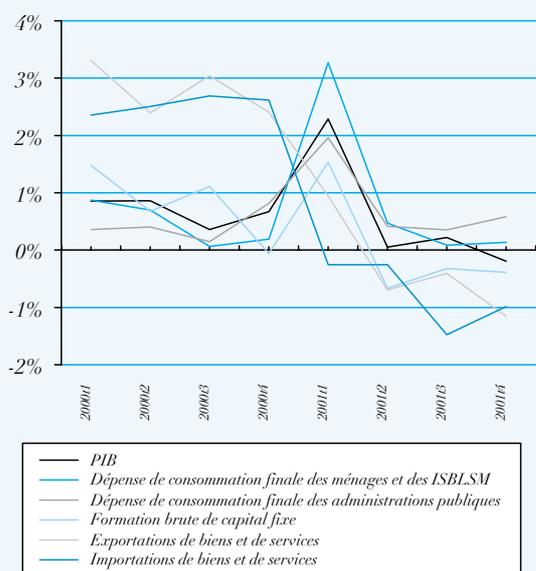
Du côté des importations et des exportations, le ralentissement économique conjoncturel s'est aussi fait ressentir, les deux taux de croissance annuels ayant chuté nettement en 2001 pour atteindre respectivement 1,7% (10,9% en 2000) et 3,4% (12,2% en 2000). Cependant, il est impératif de garder à l'esprit que les chiffres provenant d'Eurostat ne comprennent pas seulement les échanges de la zone euro avec le reste du monde, mais aussi les échanges entre pays appartenant à la zone euro.

GRAPHIQUE 7
EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET
DE SES AGRÉGATS (variation annuelle en %)



Sources: Eurostat et calculs BCL

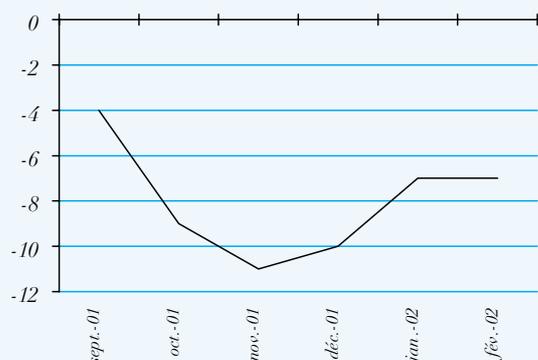
GRAPHIQUE 8
EVOLUTION DU PIB DE LA ZONE EURO ET
DE SES AGRÉGATS (variation trimestrielle en %)



Sources: Eurostat et calculs BCL

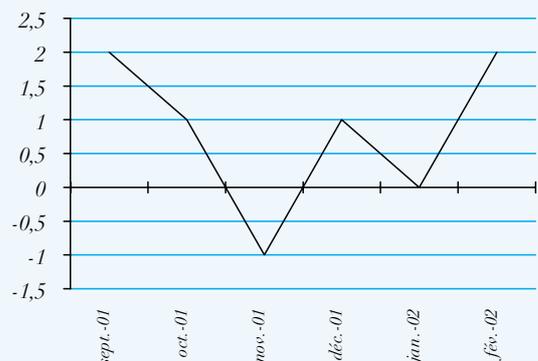
La baisse du PIB dans la zone euro s'est probablement limitée au seul quatrième trimestre de 2001 et on devrait de nouveau pouvoir compter sur une amélioration conjoncturelle en 2002. Plusieurs facteurs devraient notamment soutenir cette reprise. D'une part, les événements du 11 septembre, qui en premier lieu ont plongé la zone euro dans le rouge, ne devraient guère avoir de répercussions latentes telles qu'on aurait pu les craindre il y a encore quelques mois. D'autre part, l'économie Outre-Atlantique semble également avoir touché son creux, le «US Bureau of Economic Analysis» estimant notamment la croissance annualisée à 5,8% au premier trimestre 2002. Enfin, les stocks des entreprises étaient à un niveau anormalement bas fin 2001. Une fois les stocks reconstitués, il reste à voir à quel point le relais sera pris par une demande finale soutenue, afin de relancer le processus de production. Les indicateurs à court terme semblent en tout cas confirmer une reprise conjoncturelle en début d'année 2002. La production industrielle ajustée pour les variations saisonnières et les jours ouvrables aurait en effet augmenté de 0,5% au premier trimestre contre des baisses consécutives lors des quatre trimestres de 2001. A cela s'ajoute un regain d'optimisme de la part des chefs d'entreprise; l'indicateur composite de confiance dans l'industrie, tel que calculé par la Commission européenne, a en effet rebondi de ses niveaux minima de novembre 2001 et s'est progressivement amélioré jusqu'au mois d'avril 2002. Ces signes sont encourageants, mais des doutes persistent quant à la vigueur de la reprise. En effet, le regain d'optimisme est largement basé sur des anticipations de production future plus robustes; en revanche, les carnets de commandes demeurent encore relativement bas. De plus, le regain d'optimisme dans l'industrie n'est pas partagé au même degré par les agents dans les secteurs de la construction, du commerce de détail ou par les consommateurs. Bien que le rebond conjoncturel apparaîtra probablement dans l'industrie, il est encore incertain à quelle vitesse il s'étendra sur les autres secteurs de l'économie. La Commission européenne demeure néanmoins optimiste pour l'économie de la zone euro qui devrait éviter le *double dip*. Dans ses prévisions elle table en tout cas sur une hausse du PIB réel entre 0,4% et 0,7% au deuxième trimestre 2002 contre une progression éventuelle comprise entre 0,2% et 0,5% au premier trimestre 2002. Pour l'année 2002, elle reste également confiante et, selon ses prévisions, le PIB réel devrait progresser en moyenne de 1,4% en 2002.

GRAPHIQUE 9
INDICATEUR DE CONFIANCE DES CHEFS
D'ENTREPRISE



Source: Commission européenne

GRAPHIQUE 10
INDICE DE CONFIANCE DES
CONSUMMATEURS



Source: Commission européenne

Le marché du travail

• L'emploi

Selon les premières données disponibles pour le quatrième trimestre 2001, le taux de croissance de l'emploi dans la zone euro se serait infléchi à 0,9% en variation annuelle. Cet infléchissement modéré du taux de croissance de l'emploi au cours de l'année 2001 qui est de

1,3% (1,7% en 1999 et 2,1% en 2000) proviendrait d'un effet d'inertie temporaire de la variation de l'emploi par rapport au ralentissement économique conjoncturel de l'an passé.

En fait, le ralentissement de la croissance annuelle de l'emploi est principalement dû à un ralentissement du taux de croissance annuel de l'emploi dans l'industrie en 2001 (0,4% contre 1% en 2000). Avec un taux de croissance annuel s'élevant à 1,8%, le secteur des services a quant à lui soutenu le taux de croissance de l'emploi en 2001.

Les récentes enquêtes d'opinions auprès des chefs d'entreprise menées par la Commission européenne en ce début d'année 2002 révèlent une vision propice au développement de l'emploi dans le secteur des services dans la zone euro. De même, les enquêtes de la Commission européenne menées en mars 2002 en ce qui concerne l'opinion des directeurs d'achat mettraient en lumière, selon les premiers résultats, une évolution plus favorable de l'emploi dans le secteur manufacturier. Ces enquêtes peuvent donc être interprétées comme les signes précurseurs d'une possible anticipation des agents de la reprise de la croissance de l'emploi dans la zone euro.

• Le chômage

Le taux de chômage corrigé des variations saisonnières de la zone euro est resté stable de mois en mois tout au long de ce premier trimestre 2002 à un taux de 8,4%, soit 11,5 millions de personnes au chômage (7,6% dans l'UE 15, soit 13,3 millions de personnes). Le taux de croissance annuel du chômage en mars 2002 est de 1,2% (il était de 8,3% en mars 2001). Les Pays-Bas restent avec le Luxembourg les pays de la zone euro qui ont les taux de chômage les plus faibles, avec des taux de respectivement 2,4% et 2,6%¹ (en février 2002).

L'Espagne et la France sont quant à eux les pays les plus touchés avec des taux de chômage atteignant respectivement 12,9% et 9,1% (en mars 2002). Plus précisément, en mars 2002 le taux de chômage des hommes a augmenté dans la zone euro, passant de 6,9% en mars 2001 à 7,1% en mars 2002; alors que celui des femmes a diminué, passant de 10,3% à 10,1% sur la même période.

¹ Le taux de chômage établi selon la définition harmonisée diffère de celui publié par l'Administration de l'Emploi (ADEM). Au Luxembourg, le taux de chômage était de 2,6% en mars 2002 selon la définition harmonisée et de 2,8% selon la définition nationale.

En ce qui concerne le taux de chômage des moins de 25 ans dans la zone euro, il s'élève à 16,8% en mars 2002 alors qu'il était de 16,4% un an auparavant. Ce taux varie sensiblement d'un pays à l'autre: à la fin du premier trimestre 2002 il était de 5,2% aux Pays-Bas et de 24,2% en Espagne.

1.1.7 Le commerce extérieur

Les commentaires qui suivent concernent les statistiques de la zone euro composée de 12 Etats membres. Les données du mois de février 2002 sont provisoires.

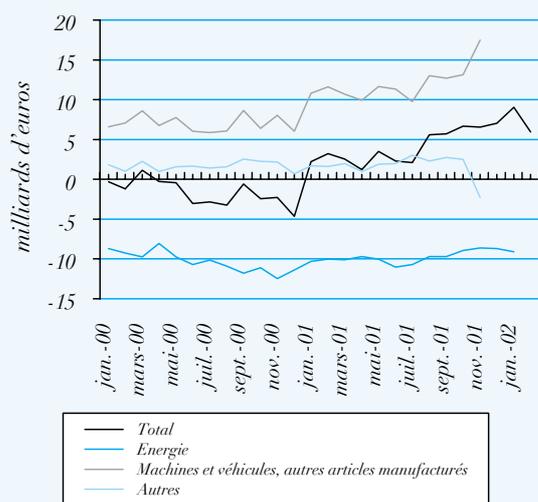
Depuis le mois d'août 2001, l'excédent du commerce extérieur de la zone euro dépasse mensuellement 5 milliards d'euros en données corrigées des variations saisonnières (cvs). Ce sont les meilleurs résultats depuis janvier 1999.

En effet, sur les 2 premiers mois de l'année 2002 l'excédent se chiffre en données brutes à 5 milliards d'euros, tandis que pour la même période de l'année précédente, le déficit du commerce extérieur se situait à 5 milliards d'euros.

En données corrigées des variations saisonnières, le déficit énergétique s'améliore depuis le mois de juin 2001. Pour le mois de janvier 2002, le déficit se chiffre à 9,1 milliards d'euros. Cette amélioration trouve son origine dans la diminution des importations en valeur résultant de l'effet conjugué de la hausse du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar et de la baisse passée du prix du pétrole.

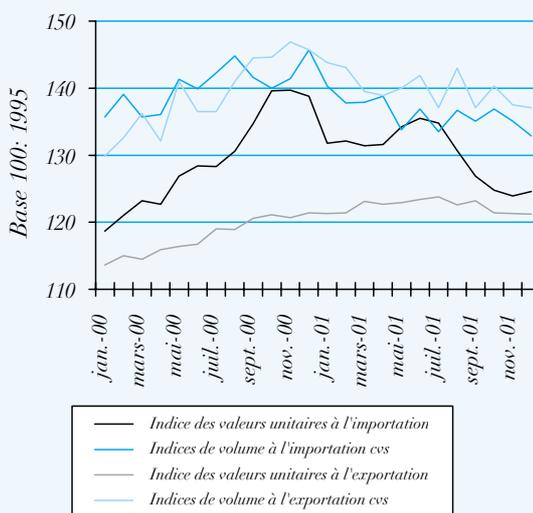
La baisse significative des volumes des échanges commerciaux constatée au début de l'année 2001 semble enrayée, les indices de volumes (cvs) se sont stabilisés du mois d'avril au mois de décembre 2001. Entre le mois de juin et le mois de décembre 2001, l'indice de valeur unitaire à l'importation a baissé principalement en raison de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar américain. L'indice de valeur à l'exportation suit une tendance baissière depuis le mois de juillet 2001. Ce retournement de tendance peut s'expliquer d'une part par la baisse du prix du pétrole qui diminue les coûts de production et d'autre part par la faiblesse de la demande extérieure depuis une année, qui a exacerbé la concurrence au niveau des prix. L'impact sur les termes de l'échange (indice d'unité de valeur à l'exportation divisé par l'indice d'unité de valeur à l'importation) se résume en une dégradation entre le mois de juin et le mois de septembre 2001, suivie d'une stabilisation jusqu'au mois de décembre 2001.

GRAPHIQUE 11
SOLDE CVS DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO PAR PRODUIT



Source: Eurostat

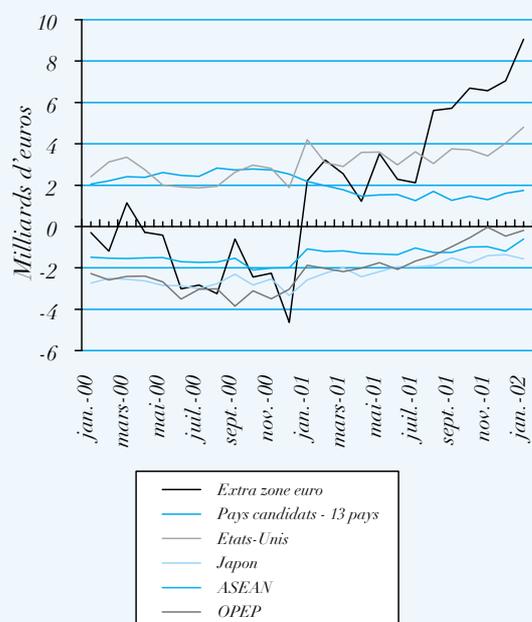
GRAPHIQUE 12
INDICES DE VOLUME ET D'UNITÉ DE VALEUR



Source: Eurostat

Depuis une année, l'amélioration de l'excédent commercial (en données cvs) de la zone euro résulte principalement de la baisse du déficit vis-à-vis des pays membres de l'OPEP en raison de la baisse passée du prix du pétrole et d'une augmentation des exportations vers ces pays. Cependant, depuis le mois de juillet 2001, les soldes vis-à-vis des principaux partenaires des pays de la zone euro s'améliorent aussi. Ce phénomène est à mettre en relation avec le taux de change de l'euro qui a atteint en juin son plus bas niveau de l'année 2001 et qui s'est légèrement redressé depuis.

GRAPHIQUE 13
SOLDE CVS DU COMMERCE EXTÉRIEUR DE LA ZONE EURO PAR PAYS PARTENAIRE



Source: Eurostat
ASEAN = Association des Nations d'Asie du sud-est

1.1.8 La balance des paiements

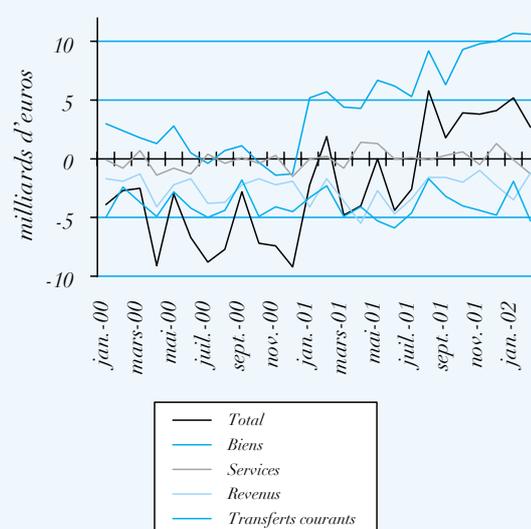
1.1.8.1 Le compte des transactions courantes

Sur les deux premiers mois de l'année 2002, le compte des transactions courantes est excédentaire de 0,6 milliard d'euros, alors qu'il présentait un déficit de 9,9 milliards d'euros pour les deux premiers mois de l'année 2001. Cette amélioration résulte d'une hausse importante du solde des biens (de 10,9 milliards d'euros)

conjuguée à une baisse du déficit des revenus (de 1,3 milliard d'euros) entre ces deux périodes. Ces progressions ont été atténuées par l'augmentation du déficit des services de 1,6 milliard d'euros. Par ailleurs, l'excédent des transferts courants qui comprend notamment les versements en provenance et à destination des institutions européennes (hors BCE) reste stable.

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), les exportations et les importations de biens progressent en février 2002 après 4 mois de baisse continue. Ce retournement de tendance reste à confirmer d'autant plus que les exportations de services diminuent en janvier et février 2002 et les importations restent à peu près stables.

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



Source: BCE

1.1.8.2 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, se chiffre à 2,8 milliards d'euros pour les deux premiers mois de l'année 2002 et reste ainsi au même niveau que pour la période correspondante de l'année précédente.

1.1.8.3 Le compte financier

Sur les deux premiers mois de l'année 2002, les investissements directs ont enregistré des sorties nettes de 7,4 milliards d'euros en comparaison à des sorties nettes de 5,6 milliards sur la période correspondante de 2001. Les investissements directs nets à l'étranger ainsi que les investissements étrangers nets dans la zone euro atteignent des montants respectivement de 24,8 milliards d'euros et 13,6 milliards d'euros pour les deux premiers mois de l'année 2002, en baisse d'environ 30% par rapport à la période correspondante de 2001. Il faut noter cependant que les sorties nettes d'investissements directs du mois de février, d'une part, font suite à quatre mois d'entrées nettes et, d'autre part, résultent principalement de prêts intra-groupes qui reflètent des opérations ponctuelles.

Depuis le mois de juin 2001, les investissements directs des résidents de la zone euro à l'étranger et ceux effectués par des non-résidents dans la zone euro sont relativement équilibrés. Les opérations d'investissements de portefeuille sont relativement plus importantes que celles d'investissements directs quant à l'amplitude des entrées et sorties nettes mensuelles.

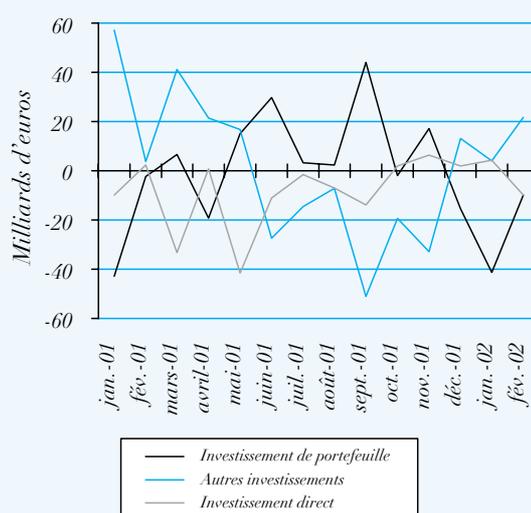
Les sorties nettes d'investissement de portefeuille de 51,2 milliards d'euros constatées sur les deux premiers mois de 2002 avoisinent les sorties nettes de la même période de 2001 qui se chiffraient à 45,1 milliards d'euros.

En ce qui concerne les avoirs des résidents de la zone euro à l'étranger, depuis le mois d'octobre 2001 la tendance à la diminution continue des investissements nets de portefeuille en obligations se confirme. En effet, des entrées nettes de 0,3 milliard d'euros sont constatées en février 2002 contre des sorties nettes de 19,3 milliards d'euros en octobre 2001. Par ailleurs, les instruments du marché monétaires ont enregistré des entrées et sorties mensuelles plus importantes que pendant le reste de l'année 2001. Ces phénomènes peuvent s'expliquer par l'incertitude sur les anticipations des taux d'intérêts suite aux événements du mois de septembre et à l'attente de signes tangibles de reprise de l'économie américaine. Par contre, les investissements de portefeuille en actions présentent une certaine stabilité et enregistrent depuis le mois d'octobre 2001 des investissements nets mensuels compris dans une fourchette de 6 à 14 milliards d'euros.

Quant aux engagements de la zone euro vis-à-vis de l'étranger, depuis le mois d'octobre 2001 leur augmentation diminue. En effet, les non-résidents ont tendance à diminuer leurs investissements en actions de la zone euro. Ces investissements se chiffraient à 22,5 milliards d'euros pour le mois d'octobre 2001 et ont diminué continûment pour atteindre 6,8 milliards d'euros pour le mois de février 2002. Les investissements de portefeuille en obligations de la zone euro ont enregistré un désinvestissement important au mois de décembre qui continue dans une moindre mesure en janvier et février 2002. Ils font suite à une période de six mois d'investissement continue.

Les autres investissements, qui comprennent notamment les crédits commerciaux et les prêts et les dépôts, enregistrent depuis le mois de décembre 2001 des entrées nettes qui se chiffrent à 21,7 milliards d'euros en février 2002. Cependant, des sorties nettes ont été constatées pendant les six mois précédents. Ces mouvements contrebalancent en grande partie les flux d'investissement de portefeuille.

GRAPHIQUE 15
SOLDE DU COMPTE FINANCIER DE LA ZONE EURO



Source: BCE

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

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU NIVEAU DE LA GRANDE RÉGION

La Grande Région, composée de la Sarre, de la Lorraine, de la Rhénanie-Palatinat, de la Wallonie et du Luxembourg, prend de l'importance pour ce dernier en tant que débouché et réservoir de main-d'œuvre. Il est donc opportun de suivre l'évolution conjoncturelle chez nos partenaires de la Grande Région.

L'activité économique lorraine s'est détériorée au dernier trimestre 2001 par rapport au trimestre précédent. En effet, la production industrielle, les créations d'entreprises et l'excédent commercial se sont inscrits en baisse par rapport au troisième trimestre 2001. Les perspectives pour 2002 sont cependant optimistes. Ainsi, les enquêtes de conjoncture, effectuées par la Banque de France en Lorraine, indiquent qu'en avril 2002 la production industrielle s'est accrue dans tous les secteurs hormis l'agroalimentaire qui est resté stable. La reprise a été assez prononcée dans l'industrie automobile et les biens d'équipement. A noter que tous les indicateurs d'activité se sont inscrits, pour la première fois depuis l'été 2001, progressivement en hausse. Les stocks de produits finis ont été caractérisés par une certaine stabilité en avril 2002, alors que leur niveau est censé être toujours assez élevé. La demande se rétablit doucement. Le marché français stimule l'automobile et les biens de consommation, alors que les biens d'équipement bénéficient de l'augmentation des exportations. Ceci semble donc confirmer que la reprise des investissements en France sera décalée. Les carnets de commandes ont augmenté pour passer à 9,3 semaines. Les effectifs restent relativement stables dans l'ensemble de l'industrie. Les prévisions restent positives pour l'ensemble de l'industrie lorraine. Le nombre des demandeurs d'emploi en données corrigées des variations saisonnières a cependant augmenté en Lorraine au cours du premier trimestre 2002. En effet, les évolutions mensuelles de janvier à mars 2002 ont été de respectivement +2,8%, +0,7% et +1,1% selon la Direction régionale du travail, de l'emploi et de la formation professionnelle de Lorraine.

Les entreprises sarroises des industries manufacturières ont rapporté une hausse sensible des commandes en janvier et en février 2002, de 21,3% et de 11,9% en glissement annuel. Il s'en dégage une augmentation moyenne de 16,7% de la demande adressée aux industries manufacturières. Selon l'Office statistique sarrois, cette évolution favorable s'explique par une demande extrêmement positive de l'étranger, en augmentation de 34,7%, tandis que les commandes

domestiques ont à peine dépassé le niveau de l'année précédente (+0,9%). L'industrie automobile sarroise a enregistré une augmentation des commandes de +32,6%. Cette augmentation des commandes d'automobiles est due à une augmentation de 53,0% de la demande externe et à une progression de 5,3% de la demande domestique. La demande de fer et d'acier a augmenté de 1,5% sous l'impact de la demande domestique. A noter que la demande en provenance de l'étranger a diminué par rapport à janvier et février 2001 (-7,5%). La construction mécanique affiche une baisse des commandes par rapport à l'année précédente, en raison de l'évolution décevante de la demande domestique (-13,2%), ce malgré une augmentation des commandes étrangères de 21,3%. Le niveau des commandes adressées aux industries du caoutchouc, du plastique et de la chimie n'est guère satisfaisant comme le témoignent les taux de progression annuels de -5,1% en janvier et de -22,8% en février 2002. Le taux de progression annuel de l'indice du coût de la vie de tous les ménages privés a diminué de 1,6% en mars à 1,3% en avril 2002. L'évolution modérée de cet indice s'explique essentiellement par la diminution des prix des produits alimentaires et de boissons non alcooliques. A noter que ce sont surtout les prix des légumes qui ont diminué, tandis que les prix des fruits ont légèrement progressé sur une base mensuelle. Les prix des carburants ont augmenté de 2,9%, tandis que les prix des combustibles liquides, de l'électricité et du gaz restaient inchangés. Les voyages à forfait ont affiché une baisse de 8,9% en termes mensuels alors que les prix des voyages en avion ont même baissé de 9,5%. Le commerce de détail sarrois a affiché une baisse annuelle de 2,7% du chiffre d'affaires en termes nominaux au cours des deux premiers mois de l'année 2002. Le taux de chômage de la Sarre a augmenté entre décembre 2001 et janvier 2002 en passant de 9,7% à 10,3% pour retomber ensuite à 9,8% en avril 2002. A noter dans ce contexte que le taux de chômage au début de l'exercice en cours a été inférieur à celui affiché du début de l'année précédente.

L'évolution du carnet des commandes des industries manufacturières de la Rhénanie-Palatinat a été défavorable en termes annuels au début de l'année 2002. En effet, les variations annuelles du carnet des commandes des industries manufacturières de janvier et de février 2002 ont été respectivement de -6,0% et

-2,6%, tandis que le chiffre d'affaires a fléchi respectivement de 6% et de 4%. Le taux de progression de l'indice du coût de la vie de tous les ménages privés a affiché un taux de progression annuel de 1,7% en février après 2,0% en janvier 2002. Quant au chômage il y a lieu de noter une diminution de 0,1% entre janvier et février 2002 en Rhénanie-Palatinat, pour s'établir ainsi à 8,5% en février, contre un taux de 7,9% en décembre 2002. A noter que le taux de chômage en Rhénanie-Palatinat au début de l'année 2002 était supérieur à celui enregistré douze mois plus

tôt (+0,4% par rapport à janvier et +0,2 par rapport à février 2001).

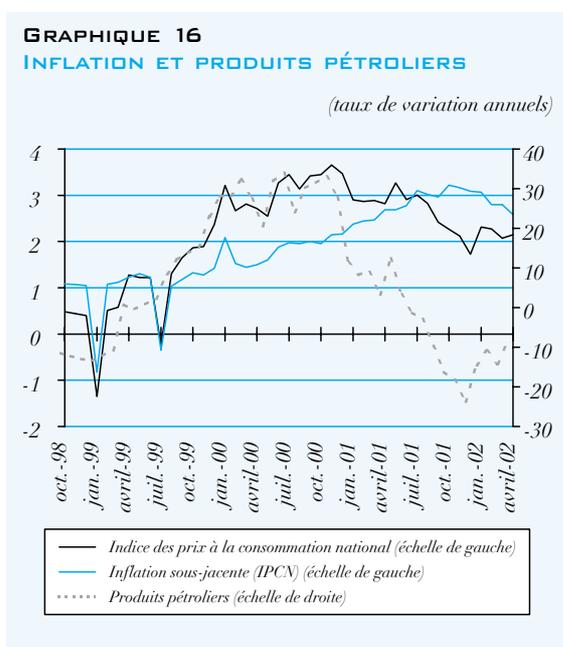
En Wallonie, l'indice de la production par jour ouvrable de l'industrie à l'exclusion de la construction a diminué de 0,3% en mars sur une base mensuelle alors que l'indice des entrées de commandes a augmenté de 3,7%, selon l'Institut national de statistique belge. Est à noter l'évolution vigoureuse de la croissance en Wallonie qui s'explique par la spécialisation de la production wallonne en biens intermédiaires, qui sont fort sensibles aux changements de la conjoncture.

1.3 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.3.1 L'évolution des prix et des coûts

1.3.1.1 Prix à la consommation

L'inflation annuelle au Luxembourg, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national, s'est inscrite en légère hausse au début de l'année 2002 avec des taux de variation annuels de 2,3% en janvier et février suite à 1,7% en décembre 2001. Le rythme annuel de progression est ensuite retombé à 2,1% en mars et avril 2002.



Source: STATEC

A noter que l'augmentation de l'inflation annuelle entre décembre 2001 et janvier 2002 s'explique principalement par un effet de base lié au recul important des prix des produits pétroliers en janvier 2001 (-11,9% par rapport à décembre 2000) ainsi que par un moindre impact des soldes en 2002.

Le rythme de progression annuel de l'inflation sous-jacente² s'est légèrement infléchi depuis le début de l'année 2002 après avoir poursuivi une tendance ascendante au cours de l'année 2001. En effet, l'infla-

tion sous-jacente a encore affiché 3,1% en glissement annuel en janvier pour se replier graduellement à 2,6% en avril 2002.

La progression en glissement annuel des prix des services s'est quelque peu modérée au cours des quatre premiers mois de l'année en cours. En effet, le taux annuel est passé de 4,2% entre octobre et décembre 2001 à 3,5% en janvier 2002 pour ensuite s'établir à des valeurs de 3,4% en février, de 3,7% en mars et de 3,4% en avril 2002. Ce fléchissement de la progression des prix des services s'explique par le fait que la hausse mensuelle de janvier 2002 était nettement inférieure à celle de janvier 2001 (0,4% contre 1,0%). De ce fait, l'effet sur les taux annuels des nombreuses hausses constatées traditionnellement en janvier sera inférieur en 2002 par rapport à celui de l'année précédente.

La progression des prix des produits alimentaires s'est ralentie au cours de la période de février à avril 2002 avec des taux mensuels respectivement de 0,07%, de 0,03% et de 0,34%, après avoir augmenté encore de 0,63% en janvier 2002. Ce dernier taux, à l'image des développements observés au sein de la zone euro, s'explique essentiellement par les mauvaises conditions météorologiques dans certains pays de la zone euro au début 2002. Le taux annuel est ainsi passé de 5,6% en janvier 2001 à 4,6% en avril 2002.

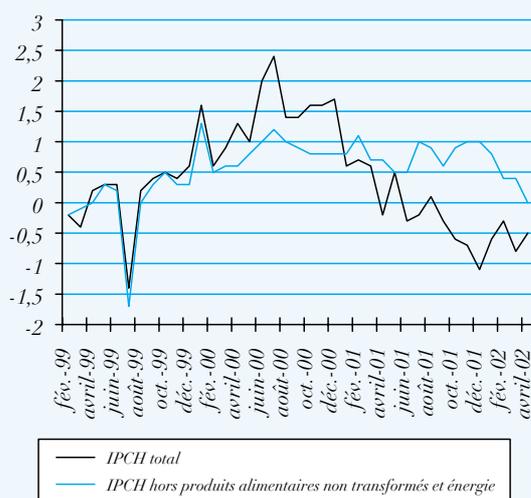
Quant aux produits pétroliers, il y a lieu de noter que leur impact sur l'inflation a été modérateur en janvier et mars, comme témoigné par des taux de variation mensuels négatifs (respectivement -1,2% et -0,1%), tandis qu'ils ont alimenté l'inflation en février et avril 2002 avec des hausses mensuelles de respectivement 1,3% et 5,3%. Le taux de progression des prix des produits pétroliers en glissement annuel reste négatif au cours des quatre premiers mois de l'année 2002, bien que l'impact baissier sur l'IPCN global ait été moins important qu'à la fin de l'année 2001. Ceci s'explique, entre autres, par les hausses mensuelles de février et avril 2002 et par le fait que les baisses des prix des produits pétroliers de janvier et février 2001 ont cessé d'avoir une incidence baissière sur le calcul du taux annuel d'inflation.

La confrontation des taux de progression annuels de l'IPCH³ du Luxembourg avec les valeurs correspondantes de la zone euro est avantageuse, en ce sens que

² Le Statec établit la série en question en excluant de l'indice national global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao et le 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 différentiel est resté en faveur du Luxembourg depuis le mois de juin 2001, comme témoigné par des valeurs négatives sur le graphique relatif au différentiel de l'inflation. Rappelons que 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 de l'IPCH global évolue en faveur du Luxembourg en période de baisse des prix du pétrole et *vice versa*. A noter dans ce contexte que le différentiel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie s'est également amélioré pour atteindre une valeur égale à zéro en avril 2002, niveau inégalé depuis août 1999.

GRAPHIQUE 17
DIFFÉRENTIEL DE L'INFLATION ENTRE LE LUXEMBOURG ET LA ZONE EURO



Sources: Eurostat, calculs BCL

La modération de l'inflation globale telle que prévue dans le rapport annuel 2001 de la BCL (voir les pages 31 et 32) s'est réalisée en moyenne. Elle devrait aussi se poursuivre au cours des prochains mois, mais dans une moindre envergure que les anticipations initiales. En effet, par rapport à nos projections précédentes, la situation sur le marché du pétrole a connu un revirement important propre à remettre en cause la poursuite de la décélération de l'inflation globale. Par contre, la décélération de l'inflation excluant les produits pétroliers jusque fin de l'année 2002 resterait intacte.

Les projections pour les biens énergétiques se basent en partie sur les prix du pétrole tels qu'anticipés par les marchés à terme. Or, au cours des mois récents, le prix du pétrole a connu un renchérissement d'environ 40% (entre décembre 2001 et avril 2002), une évolution qui n'avait pas été anticipée dans nos hypothèses du rapport annuel (voir aussi page 16 de ce bulletin trimestriel). Dans le sillage de la hausse des prix actuels, on a aussi pu relever une hausse des prix des *futures* impliquant des prévisions d'inflation plus pessimistes pour les produits pétroliers. En début mai, les marchés à terme tablaient en effet sur un prix du pétrole qui se stabiliserait légèrement au-dessus de 25\$/bl de mai à décembre 2002; en moyenne annuelle, on obtiendrait un cours de 24,6\$/bl contre 24,4\$/bl en 2001. Cette hausse du pétrole brut en dollar américain serait partiellement contrecarrée par une légère appréciation en moyenne de l'euro vis-à-vis du dollar américain. Globalement, l'impact des produits pétroliers sur l'IPCHN serait légèrement négatif en 2002, mais dans une moindre envergure que lors des projections précédentes.

En ce qui concerne l'IPCHN excluant les produits pétroliers, la décélération récente devrait se poursuivre. L'inflation importée, en l'occurrence celle des prix des biens industriels non énergétiques, est en effet en recul. Cette tendance ne devrait s'inverser que dans le sillage d'une amélioration de la conjoncture dans les pays voisins. Le choc des mauvaises conditions météorologiques sur les biens alimentaires non traités s'estomperait aussi en principe et entraînerait un recul continu de leurs taux de variation annuels. Pour les prix

3 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.

des services, la décélération sera en principe relativement lente en raison du caractère persistant des hausses de prix de cette composante.

Globalement, la variation annuelle de l'IPCIN devrait tomber en dessous des 2% en mai 2002 et y rester jusqu'au quatrième trimestre. En moyenne annuelle, une hausse de 2% est envisagée, légèrement plus pessimiste qu'anticipée dans notre rapport annuel 2001. Alors qu'une indexation automatique viendrait à échéance en juin 2002, la prochaine ne serait due que pour la deuxième moitié de 2003.

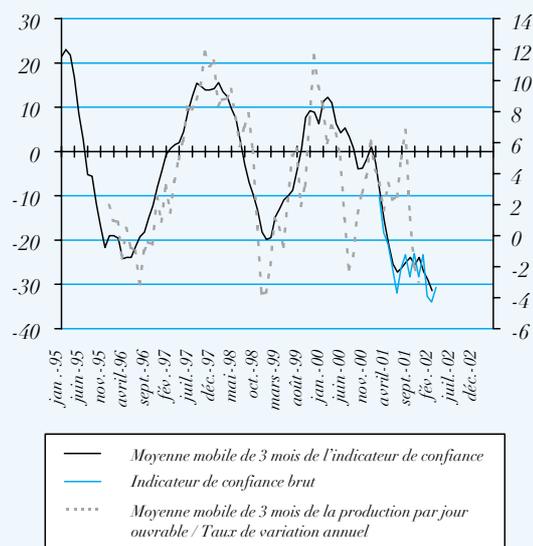
1.3.1.2 Prix à la production industrielle

Une mauvaise conjoncture et des conditions de vente difficiles se reflètent probablement dans le recul des prix à la production qui s'est accéléré en début de l'année 2002. Alors que la baisse des prix a été entamée en mi-2001, elle a gagné en ampleur au premier trimestre 2002 avec un recul de 1,1%, contre 0,8% lors du trimestre précédent.

1.3.2 Industrie

Les données relatives à la production industrielle en 2001 ont été révisées à la baisse par le STATEC. Au lieu d'une croissance initialement estimée à 4,3%, elle ne se chiffrerait plus qu'à 3,2%. De même, un recul de la production aurait déjà commencé au deuxième trimestre de l'année passée et aurait été progressif jusqu'à la fin de l'année. Pour le début de 2002, les perspectives demeurent apparemment moroses. Bien que la production industrielle ait connu une reprise dans la zone euro, on ne peut pas en dire autant pour le Luxembourg. Selon les enquêtes de conjoncture, l'indicateur de confiance des chefs d'entreprises a régressé davantage et est même tombé à des niveaux inférieurs à ceux relevés au lendemain des événements du 11 septembre 2001. Plus particulièrement, le carnet de commandes total, et en particulier celui des commandes à l'exportation, ne montre pas de signes d'amélioration. De même, selon les enquêtes de conjoncture trimestrielles, 40% des entreprises estiment que l'insuffisance de la demande gêne leur activité de production, un pourcentage très élevé par rapport au passé puisqu'il faut remonter jusque fin 1996 pour retrouver un taux similaire.

GRAPHIQUE 18
PRODUCTION ET INDICATEUR DE CONFIANCE
DANS L'INDUSTRIE⁴



Source: STATEC

D'autre part, les comptes nationaux pour 2001 témoignent de la précarité de la situation économique dans l'industrie. Alors que dans une première estimation du STATEC, l'industrie aurait été le seul secteur à connaître une amélioration de sa marge de profit (approchée par l'évolution de la masse salariale dans le PIB)⁵, il n'en est plus ainsi sur base des récentes estimations. Sa marge bénéficiaire aurait aussi baissé, et ceci pour la deuxième année consécutive. En 2000, la hausse des prix (approchée par le déflateur de la VAB) a été négative; en 2001, même une hausse de ces derniers de 2,6% n'a pas été suffisante pour compenser une augmentation des coûts salariaux unitaires de 4,1%.

1.3.3 Construction

La production par jour ouvrable dans la construction a augmenté de 4,4% en 2001, c'est-à-dire au même rythme que l'année précédente, avec la différence que la branche du bâtiment a connu une performance au-dessus de la moyenne qui a compensé la contribution négative du génie civil. En 2002, cette tendance devrait

⁴ Echelle de droite pour la production industrielle, échelle de gauche pour l'indicateur de confiance.

⁵ Voir rapport annuel 2001 de la BCL, page 44.

s'inverser avec les importants travaux d'infrastructure projetés dans le budget du gouvernement. En revanche, le bâtiment devrait probablement souffrir d'une activité ralentie puisque les autorisations de bâtir pour de nouveaux logements s'inscrivent en baisse pour la deuxième année consécutive. Plus particulièrement, pour les maisons à appartements, comptant pour à peu près 60% des autorisations totales en 2001, on relève une chute sensible de 21,4%. Avec le recul de l'activité économique en général et une hausse de l'emploi plus faible, la demande pour les logements devrait s'apaiser quelque peu; en revanche, en cas de reprise économique, il reste à voir à quel point cette offre réduite engendrera des effets sur les prix de l'im-

mobilier. Bien que des statistiques appropriées font défaut en cette matière, le gouvernement est conscient de la probable hausse importante des prix immobiliers et il a annoncé de nouvelles mesures en cette matière. D'une part, il apportera un soutien aux demandeurs de logements avec des aides financières plus substantielles et d'autre part, des mesures fiscales d'abaissement des impôts sur la plus-value sont prévues afin d'encourager les ventes de terrains. En revanche, au niveau de l'offre, pouvant évoluer par exemple via l'agrandissement du périmètre de construction ou par et une augmentation des terrains viabilisés, les mesures sont moins importantes, probablement parce qu'elles sont du ressort des communes.

Tableau 3 Autorisations de bâtir pour des logements

(en % de variation annuel)

	Part en 2001	1997	1998	1999	2000	2001
Maisons individuelles	34,2	-3,2	-3,6	-4,1	-2,7	-10,9
Maisons à appartements	60,5	36,9	-3,2	15,4	-6,8	-21,4
Bâtiments non résidentiels et autres	5,3	1 433	-92,4	3 700	-52,3	18,9
Bâtiments au total	100	22,0	-5,7	16,3	-8,8	-16,6

Source: STATEC

1.3.4 Comptes nationaux

Selon les récentes données statistiques révisées du PIB du Luxembourg et de ses agrégats tels qu'estimés par le STATEC, le taux de croissance réel du PIB ne serait plus que de 3,5% en 2001 au lieu des 5,1% annoncés antérieurement. Cette révision à la baisse serait essentiellement due au fait que les premières estimations du PIB reposaient sur l'analyse des trois premiers trimestres de 2001; elles n'ont donc pas pu tenir compte des conséquences des événements du 11 septembre dans leur globalité.

La demande intérieure (la consommation finale des ménages et ISBSLM, la consommation finale des administrations publiques et la formation brute de capital fixe) continue de jouer un rôle stabilisateur de la croissance du PIB selon les dernières données relatives aux comptes nationaux; en effet son taux de croissance annuel s'élève désormais à 3,9% et sa contribution à la croissance à 3,1 points de pour cent. La consommation finale des ménages dégage maintenant un taux

de croissance de 4,6% en variation annuelle contre 3,4% antérieurement. Sa contribution à la croissance du PIB s'est quant à elle accrue, passant de 1,4 point de pour cent à 2,0 points de pour cent.

En ce qui concerne la consommation finale des administrations publiques, son taux de croissance est passé de 4,4% à 7,8% selon les données révisées et leur contribution à la croissance du PIB s'élève désormais à 1,3 point de pour cent contre 0,7 antérieurement.

La formation brute de capital fixe a progressé de 3,9% contre 5,9% antérieurement. En conséquence, sa contribution à la croissance du PIB n'est désormais plus que de 0,7% point de pour cent.

La révision la plus substantielle concerne les exportations et les importations. Les exportations augmentent selon les nouvelles données de 2,5% en variation annuelle contre 8,5% avant cette révision. Leur contribution à la croissance est donc de 4,0 points de pour cent (13,0 points de pour cent avant cette révision). Quant aux importations, leur taux de croissance en

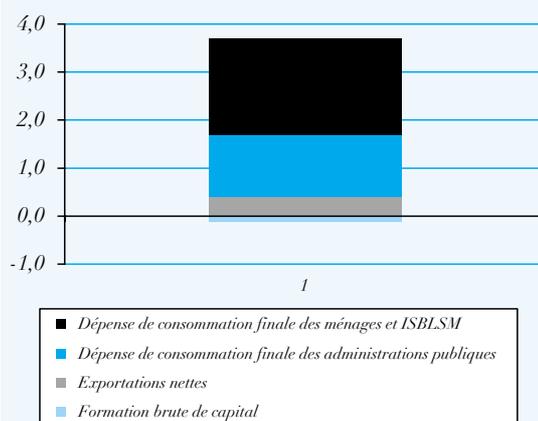
2001 a été aussi révisé à la baisse passant de 8,6% avant révision à 2,6%. Leur nouvelle contribution à la croissance n'est donc désormais plus que de -3,6 points de pour cent (-11,3 points de pour cent avant cette révision). La contribution des exportations nettes à la croissance est en conséquence de 0,4 point de pourcentage (1,7 point de pour cent avant cette révision). La décélération du commerce mondial au cours de l'année 2001 a donc été sous-estimée lors de l'élaboration de la première parution des chiffres. Initialement, il y aurait eu une erreur dans la désagrégation du niveau nominal des composantes réelles (surtout en ce qui concerne les exportations et les importations), donc les volumes ont été revus à la baisse alors que les déflateurs ont été revus à la hausse.

En ce qui concerne la hausse des coûts salariaux unitaires pour l'année 2001, celle-ci est estimée à 5,2% (5,3% auparavant). La productivité a, quant à elle, été révisée en baisse, atteignant maintenant -2,0% contre -0,1% auparavant; cette révision est la conséquence de la révision à la baisse du PIB et de la révision à la hausse de l'emploi total.

La croissance du PIB réel devrait encore légèrement ralentir en 2002 pour atteindre environ 3%. La demande interne devrait encore constituer un facteur stabilisateur de la croissance du PIB. Sa contribution à la croissance du PIB sera dominante, tandis que celle des exportations sera probablement négative, à cause du ralentissement de la demande internationale dans la première moitié de l'année.

GRAPHIQUE 19
CONTRIBUTION DES DIFFÉRENTS AGRÉGATS
À LA CROISSANCE DU PIB RÉEL EN POINTS
DE POURCENTAGE

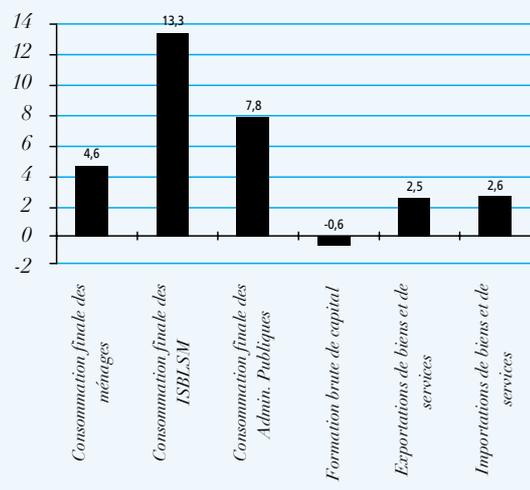
(arrondis au dixième près)



Source: STATEC

GRAPHIQUE 20
TAUX DE CROISSANCE RÉELS DES
DIFFÉRENTS AGRÉGATS EN 2001

(en pourcentage)



Source: STATEC

Calcul du PIB ajusté pour les termes de l'échange sur base des nouvelles données de comptabilité nationale.

Il est possible de calculer un PIB réel ajusté pour les variations des termes de l'échange.

Le PIB ajusté aux termes de l'échange permet de rendre compte de l'impact d'une variation des termes de l'échange sur le revenu réel de l'économie. En fait, par exemple, une «amélioration» des termes de l'échange, c'est-à-dire une augmentation des prix à l'exportation supérieure à une augmentation des prix à l'importation, a un impact positif sur le revenu réel, alors que le calcul classique du PIB réel ne tient pas compte des variations des prix des importations et des exportations. En effet, dans ce cas le pays qui bénéficie d'une «amélioration» des termes de l'échange peut, ceteris paribus, importer plus à volume inchangé d'exportations compte tenu de la hausse des prix à l'exportation. Cette possibilité d'importer plus pour une contrepartie inchangée d'exportations fait augmenter le revenu réel de l'économie davantage que l'affiche le taux de croissance du PIB réel. Dans le cas d'une «détérioration» des termes de l'échange, un effet contraire se produit: le revenu réel augmente alors moins fortement que la croissance du PIB réel calculé de manière «classique».

Afin d'obtenir l'impact des termes de l'échange, la Commission européenne propose de procéder comme suit: on déflatte d'abord la valeur des exportations par les prix à l'exportation et on déflatte la valeur des importations par les prix à l'importation. Puis on calcule la différence entre les deux. Le résultat est la contribution des exportations nettes au PIB réel telle qu'elle est calculée dans le cadre du PIB réel «classique».

La prochaine étape est la suivante: on calcule une seconde fois les exportations nettes réelles, mais cette fois-ci on déflatte les exportations nominales, non pas avec les prix à l'exportation, mais avec les prix à l'importation.

La troisième étape consiste à calculer la différence entre les deux contributions nettes réelles ainsi obtenues. Cette différence correspond à l'effet des termes de l'échange. Si l'accroissement des prix à l'exportation est supérieur à l'accroissement des prix à l'importation, alors l'effet des termes de l'échange (E^{TdE}) sera positif («amélioration» des termes de l'échange) et en conséquence, le PIB réel classique sera inférieur au PIB ajusté pour les termes de l'échange:

$$E^{TdE} = \left(\frac{X}{P^M} - \frac{M_{cu}}{P^M} \right) - \left(\frac{X}{P^X} - \frac{M_{cu}}{P^M} \right)$$

$$E^{TdE} = \frac{X}{P^M} - \frac{X}{P^X}$$

Où:

X signifie exportations nominales

P^M signifie prix des importations

M_x signifie importations nominales

P^x signifie prix des exportations

Le PIB ajusté est alors:

$$PIB^{ajusté} = PIB^{réel} + E^{TdE}$$

Dans notre cas de figure, avec les chiffres révisés de 2001 fournis par le STATEC, l'effet des termes de l'échange est calculé comme qui suit:

$$E^{TdE} = \frac{32256,823}{0,996367025} - \frac{32256,823}{0,986311408} \cong -330,063 \text{ millions d'euros.}$$

Ce dernier calcul met en lumière un effet des termes de l'échange négatif («détérioration» des termes de l'échange) au Luxembourg en 2001.

Ce qui donne dans le cas du Luxembourg pour 2001:

$$PIB^{ajusté} = PIB^{réel} + E^{TdE} = 18\,613,507 + (-330,063) = 18\,283,444 \text{ millions d'euros.}$$

Donc le PIB réel calculé avec la méthode classique est plus important que celui ajusté pour les termes de l'échange car les termes de l'échange sont négatifs pour 2001.

L'étape suivante consiste à calculer les taux de croissance des PIB ajustés pour l'effet termes de l'échange. Ce calcul permet de dégager un taux de croissance de 1,63% du PIB ajusté pour l'année 2001. Ceci signifie que, bien que le PIB réel ait augmenté de 3,5%, le revenu réel de l'économie pouvant être réparti entre les différents facteurs de production n'aurait augmenté que de 1,63% en tenant compte de la «détérioration» des termes de l'échange.

Etape 1 **Calcul des déflateurs et de leurs taux de variation**

Années	Déflateur des exportations (niveau)	Déflateur des importations (niveau)
1995	1,000	1,000
1996	1,026	1,027
1997	1,074	1,069
1998	1,105	1,089
1999	1,152	1,134
2000	1,240	1,222
2001	1,223	1,217

Années	Variation du déflateur des exportations	Variation du déflateur des importations
1996	2,631	2,683
1997	4,680	4,153
1998	2,854	1,831
1999	4,232	4,152
2000	7,629	7,727
2001	-1,369	-0,363

Le déflateur est égal à la valeur nominale de l'agrégat en question divisée par la valeur réelle (à prix constants de l'année 1995)

Etape 2 **Calcul des niveaux des déflateurs en posant pour hypothèse: «déflateur de l'année précédente = 1,0»**

Années	Prix des exportations	Prix des importations
1996	1,026	1,027
1997	1,047	1,042
1998	1,029	1,018
1999	1,042	1,042
2000	1,076	1,077
2001	0,986	0,996

Ce niveau pour chacun des agrégats est appelé «prix des exportations» et «prix des importations»

Etape 3 **Calcul de l'effet des termes de l'échange**

Années	Exportations: valeur nominale	Effet des termes de l'échange
1996	15 586,405	-7,603
1997	18 498,311	69,410
1998	21 647,550	211,421
1999	25 334,743	18,783
2000	31 892,989	-27,161
2001	32 256,823	-330,063

Formule de calcul de l'effet des termes de l'échange:

$$\frac{\text{Exportations nominales}}{\text{Prix à l'importation}} - \frac{\text{Exportations nominales}}{\text{Prix à l'exportation}}$$

Etape 4 **Calcul du PIB ajusté**

Années	PIB réel (prix constants de 1995)	PIB ajusté
1996	13 691,135	13 683,532
1997	14 925,297	15 014,707
1998	15 794,338	16 005,758
1999	16 736,234	16 755,017
2000	17 990,773	17 963,612
2001	18 613,507	18 283,444

Formule de calcul du PIB ajusté:

$$\text{PIB ajusté} = \text{PIB réel} + \text{Effet des termes de l'échange}$$

Etape 5 Calcul de l'impact de l'effet des termes de l'échange sur le PIB réel

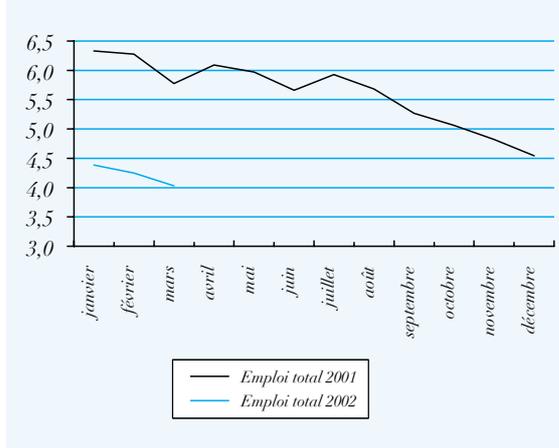
Années	Taux de croissance du PIB ajusté (comparativement au PIB réel)	Impact de la variation des termes de l'échange sur le revenu réel (en points de pourcentage)	Taux de croissance du PIB réel
1996	3,51	-0,06	3,563
1997	9,67	0,60	9,014
1998	7,24	1,34	5,823
1999	6,08	0,11	5,964
2000	7,33	-0,15	7,496
2001	1,63	-1,77	3,461

1.3.5 Marché du travail

- L'emploi

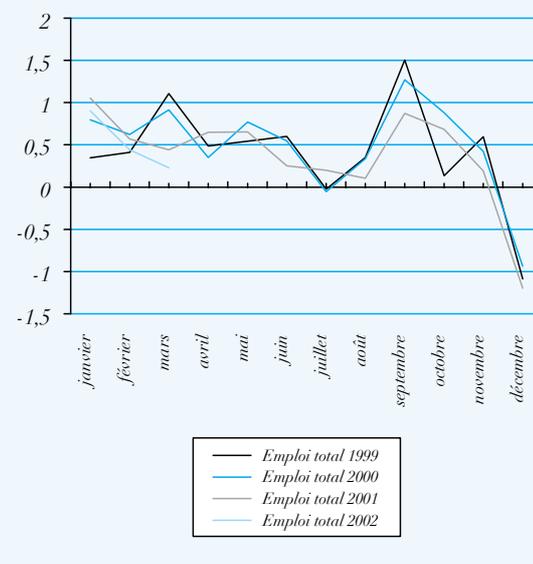
Compte tenu du ralentissement du taux de croissance de l'économie nationale, survenu à partir du deuxième semestre 2001, la progression de l'emploi total intérieur a, selon les premières estimations officielles, connu une décélération au cours du premier trimestre 2002. Le taux de croissance de l'emploi total intérieur est passé de 4,4% à 4,0% de janvier à mars 2002 suivant un trend similaire, mais se situant à niveau supérieur, à l'année passée (où il était passé de 6,3% à 5,8%).

GRAPHIQUE 21
VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI TOTAL



Sources: IGSS, STATEC

GRAPHIQUE 22
VARIATION MENSUELLE DE L'EMPLOI TOTAL



Sources: IGSS, STATEC

La variation mensuelle permet d'évaluer la dynamique actuelle avec plus de précision, puisqu'elle est plus influencée par des événements conjoncturels de court terme. En variation mensuelle, on constate pour chaque mois du premier trimestre 2002, un taux de croissance légèrement inférieur par rapport au premier trimestre de l'an passé. D'une part, cette décélération peut s'expliquer par le ralentissement conjoncturel de

l'activité économique. A ceci s'ajoute le fait que les taux de croissance de l'emploi total étaient exceptionnellement élevés lors des années précédentes.

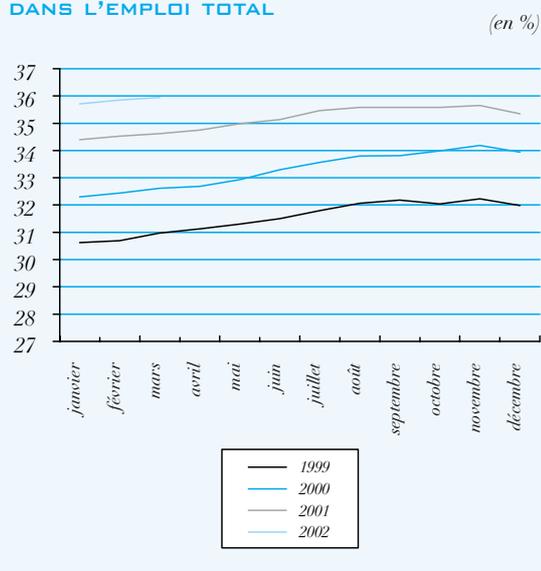
Les premières données disponibles pour le secteur bancaire dégagent aussi un ralentissement du taux de croissance annuel de l'emploi, qui passe à 0,7% en mars 2002 contre 9,7% à la fin du premier trimestre de l'année précédente. L'analyse de ce secteur est importante car il représentait 10% de l'emploi total intérieur du Luxembourg en 2001. Ce mouvement de décélération trouve aussi un reflet dans la variation trimestrielle de l'emploi dans les banques: d'une hausse de 1,9% pour le premier trimestre de l'année 2001, l'on passe à une baisse de 1,1% pour la même période de 2002. Ce recul du taux de croissance trimestriel de l'emploi n'est que partiellement lié à la diminution du nombre de banques et trouve surtout son origine dans le fait que les banques ne remplacent plus dans la même mesure qu'auparavant les postes qui se libèrent suite à des départs.

A la fin du premier trimestre, l'emploi total intérieur atteindrait 283 892 personnes selon les estimations officielles dont 267 053 salariés (23 635 dans le secteur bancaire) et 16 839 indépendants. Les créations nettes d'emplois représentent 10 997 personnes depuis la fin du premier trimestre 2001 dont 7 537 occupés par des non-résidents soit un taux d'occupation des emplois nouveaux par les non-résidents de 68,5% sur cette période.

Dans ce climat international marqué par le ralentissement conjoncturel, le taux de croissance annuel

des emplois occupés par des travailleurs frontaliers est passé de 8,4% à 8,0% de janvier à mars 2002. Ce taux de croissance est nettement inférieur à celui observé l'année passée sur la même période puisqu'il était passé alors de 13,2% à 12,3%. La part de l'emploi frontalier dans l'emploi total est passée selon les premières estimations de 35,7% à 35,9% de janvier à mars 2002.

GRAPHIQUE 23
EVOLUTION DE LA PART DES FRONTALIERS
DANS L'EMPLOI TOTAL



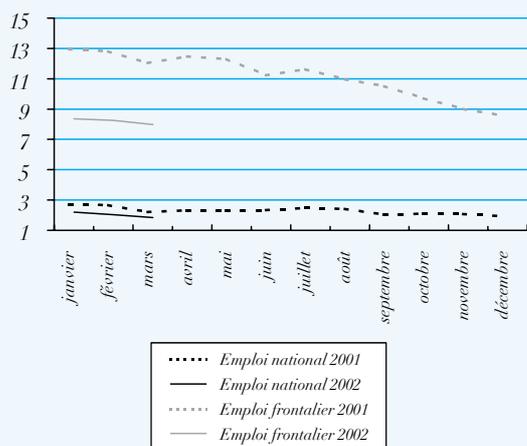
Sources: IGSS, STATEC

Tableau 4 Evolution annuelle de l'emploi intérieur

	Emploi salarié intérieur	Indépendants	Emploi intérieur	Total frontaliers entrants	Emploi national	Population active
jan-02	4,6	0,4	4,4	8,4	2,2	2,5
févr-02	4,5	0,2	4,3	8,3	2,0	2,3
mar-02	4,3	0,1	4,0	8,0	1,9	2,1

Sources: IGSS, STATEC et ADEM

GRAPHIQUE 24
VARIATION ANNUELLE DE L'EMPLOI
NATIONAL ET DE L'EMPLOI FRONTALIER



Sources: IGSS, STATEC

- Le chômage

Le taux de chômage officiel enregistré au cours de ce premier trimestre de l'année 2002 a diminué, passant de 3,0% en janvier à 2,8% en mars. Cette baisse du taux de chômage relève d'une variation saisonnière et se situe à un niveau supérieur à celui enregistré l'an passé lorsqu'il avait diminué de 2,8% à 2,6% de janvier à mars 2001. Le nombre de chômeurs officiel a donc diminué de 529 personnes ce premier trimestre 2002 pour atteindre 5405 personnes fin mars.

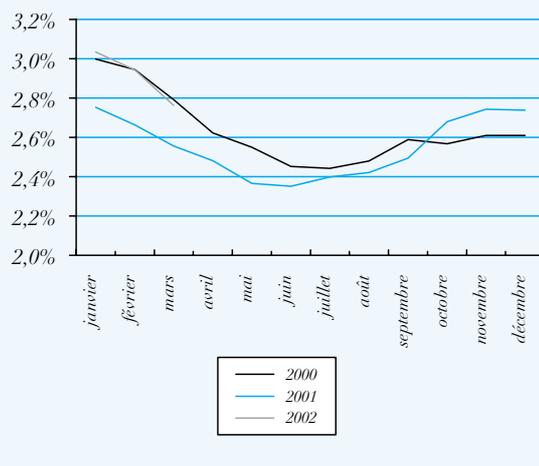
Le taux de chômage au sens large a aussi décéléré, passant de 4,3% à 4,1% de janvier à mars 2002, mais se situe aussi à un niveau supérieur à celui enregistré en 2001, lorsqu'il avait diminué de 3,9% à 3,7% de janvier à mars 2001. Cette hausse du niveau du chômage au sens large s'explique en partie par une montée significative du nombre de personnes bénéficiant de mesures spéciales pour l'emploi, qui passe de 2122

personnes en mars 2001 à 2539 en mars 2002. Ainsi, selon la définition du chômage au sens large, 7944 personnes au Luxembourg sont à la recherche d'un emploi en mars de cette année.

Le facteur le plus pertinent pour expliquer ces évolutions du chômage réside dans le ralentissement conjoncturel de l'activité économique: en freinant les créations d'emplois, les opportunités de trouver un emploi sont réduites d'autant. Bien que le taux de chômage de longue durée (c'est-à-dire supérieur à une durée de douze mois) ait diminué en valeur absolue au cours de ce premier trimestre, il a progressé de 13,5% chez les jeunes de moins de 26 ans et de 4,6% chez ceux âgés entre 26 et 30 ans. Ceci pourrait signifier que le degré d'insertion des jeunes dans le circuit économique s'est conjoncturellement détérioré au Luxembourg au premier trimestre 2002.

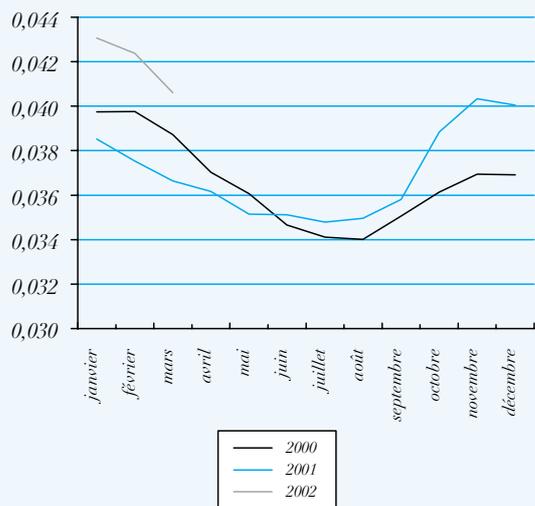
GRAPHIQUE 25
ÉVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE OFFICIEL

(au sens strict)



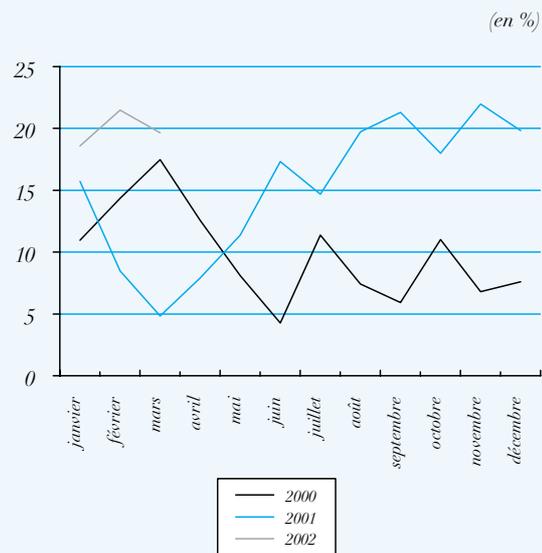
Sources: ADEM, IGSS et calculs BCL

GRAPHIQUE 26
EVOLUTION DU TAUX DE CHÔMAGE «AU SENS LARGE»



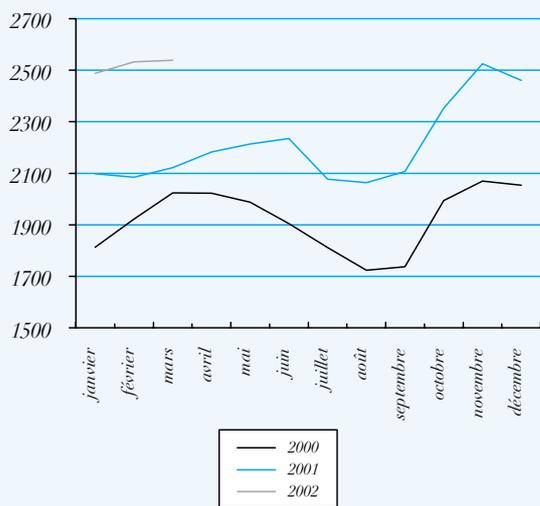
Source: ADEM

GRAPHIQUE 28
EVOLUTION DES MESURES POUR L'EMPLOI EN VARIATIONS ANNUELLES



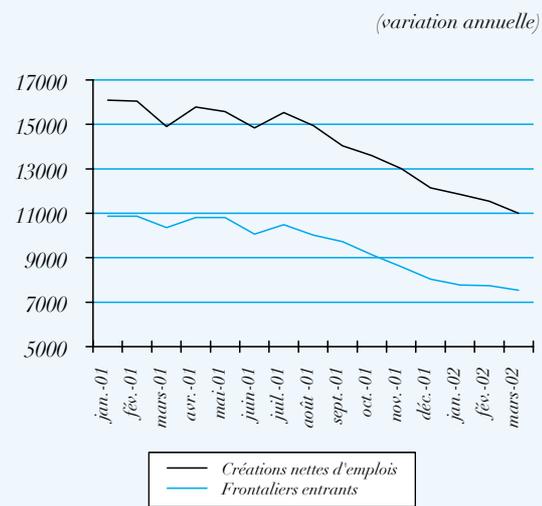
Source: ADEM

GRAPHIQUE 27
EVOLUTION DU NOMBRE DE MESURES SPÉCIALES POUR L'EMPLOI



Sources: ADEM, IGSS et calculs BCL

GRAPHIQUE 29
CRÉATIONS D'EMPLOIS ET FRONTALIERS ENTRANTS



Sources: IGSS, STATEC et calculs BCL

GRAPHIQUE 30
NOMBRE DE CHÔMEURS DE LONGUE DURÉE
EN FIN DE MOIS

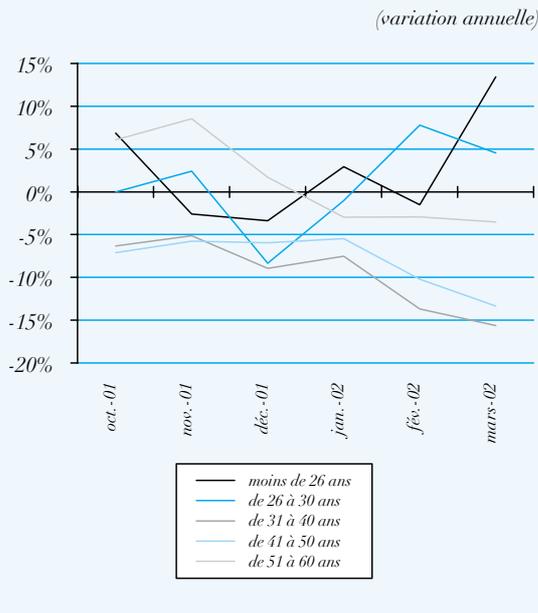


Sources: ADEM et calculs BCL

• L'évolution des coûts salariaux

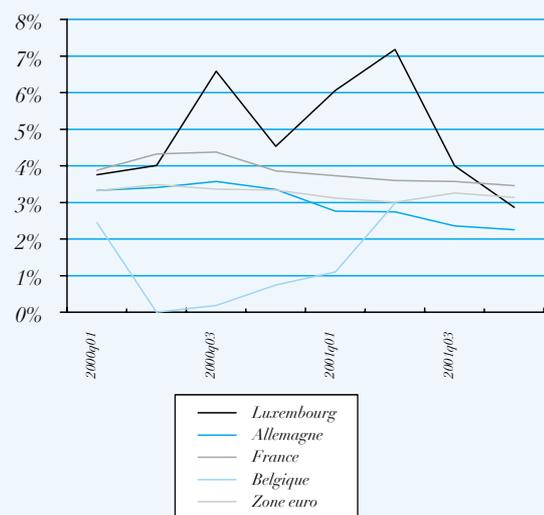
La croissance très importante des coûts salariaux nominaux au premier semestre a nettement ralenti par la suite. Au dernier trimestre 2001, le taux de croissance des coûts salariaux au Luxembourg s'est élevé à 2,86%, passant sous le taux de croissance moyen de la zone euro (3,14%). Ce ralentissement de la croissance des coûts salariaux au Luxembourg est d'évidence le fait du ralentissement de la conjoncture économique. Ce ralentissement s'est notamment répercuté en une réduction des différentes primes versées aux salariés et la hausse du chômage partiel. De plus, l'allongement des périodes séparant deux tranches successives d'indexation a aussi décéléré la croissance des coûts salariaux.

GRAPHIQUE 31
EVOLUTION DU NOMBRE DE PERSONNES AU
CHÔMAGE DEPUIS PLUS DE 12 MOIS



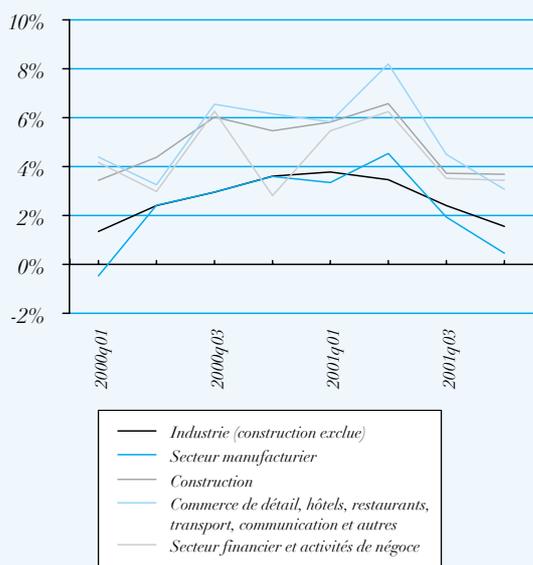
Sources: ADEM et calculs BCL

GRAPHIQUE 32
EVOLUTION DES COÛTS SALARIAUX
NOMINAUX AJUSTÉS POUR LES VARIATIONS
SAISONNIÈRES



Sources: EUROSTAT et calculs BCL

GRAPHIQUE 33
ÉVOLUTION DES COÛTS SALARIAUX DANS
LES DIFFÉRENTS SECTEURS DE L'ÉCONOMIE



Sources: EUROSTAT et calculs BCL

1.3.6 Le secteur financier

1.3.6.1 Evolution du nombre des établissements de crédit

Le processus de concentration, observé au cours de ces dernières années dans le secteur bancaire luxembourgeois, s'est poursuivi depuis le début de l'année 2002.

Alors que l'année 2001 s'est soldée par une diminution nette de 13 établissements de crédit, le premier trimestre de l'année en cours a été caractérisé par une diminution nette de 4 unités qui se décompose en la création d'un établissement de crédit nouveau ainsi que le retrait de 5 établissements de crédit. La diminution nette du nombre des établissements de crédit, observée depuis le 1^{er} janvier 2002, s'explique exclusivement par le rapprochement des entités luxembourgeoises appartenant à des groupes bancaires étrangers ayant plusieurs présences au Luxembourg. Ainsi, on dénombre les fusions suivantes:

- La Banca Intesa International S.A. avec la Société Européenne de Banque S.A.;

- La Deka Bank Luxembourg S.A. avec la Deutsche Girozentrale International S.A.;
- La Banque Leu (Luxembourg) S.A. avec le Crédit Suisse (Luxembourg) S.A.

De plus, on note la création au 1^{er} mars 2002 d'un nouvel établissement de crédit, la KHB International S.A. Luxembourg, qui est né de la fusion de la Kölner Bank eG, Niederlassung Luxembourg avec la Volksbank Hannover eG, succursale de Luxembourg.

Au 15 mai 2002, le nombre des établissements de crédit établis au Luxembourg s'élève en conséquence à 185 unités.

1.3.6.2 Somme des bilans des institutions financières monétaires

La somme des bilans provisoire des institutions financières monétaires s'élève à 806 727 millions d'euros au 31 mars 2002 contre 803 040 millions d'euros au 28 février 2002, ce qui représente une augmentation de 0,5%. Considérée sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de mars 2001 à mars 2002, la somme des bilans est en progression de 10,7%.

1.3.6.3 Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

Au cours du mois de mars 2002, la somme des bilans a progressé de 0,5%, pour s'élever à 704 446 millions d'euros contre 721 000 millions d'euros au 31 décembre 2001.

La progression de la somme des bilans au cours des douze derniers mois s'est réalisée de manière heurtée. Au cours du deuxième trimestre de l'année 2001 la somme des bilans des établissements de crédit a augmenté de 4% pour dépasser une première fois le seuil des 700 000 millions d'euros au 30 juin 2001. Après une baisse au début du troisième trimestre, le dernier trimestre de l'année 2001 a été marqué par une progression importante de la somme de bilan qui s'était établie à 721 000 millions d'euros à la fin de l'année 2001. Le premier trimestre de l'année en cours se caractérise à nouveau par un repli marqué, notamment au cours du mois de février où la somme des bilans a reculé de 2,5% par rapport au 31 janvier 2002. Au 31 mars 2002, la somme des bilans des établissements de crédit s'élève à 704 446 millions d'euros, ce qui représente une hausse de 4,5% en glissement annuel.

Les tableaux ci-dessous reprennent les principaux chiffres relatifs à ces différents postes du bilan et leur évolution⁶:

Tableau 5 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution

ACTIF	Montants en millions d'euros			Variations en millions d'euros et en %				Poids relatif
	2001/03	2001/12	2002/03	2001/03 - 2002/03		2001/12 - 2002/03		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	340 424	366 488	360 912	20 488	6,02	-5 576	-1,52	51,23
Créances sur la clientèle	130 419	143 748	137 093	6 674	5,12	-6 655	-4,63	19,46
Portefeuille titres	169 984	176 786	178 560	8 575	5,04	1 774	1,00	25,35
Autres actifs	33 615	33 977	27 881	-5 734	-17,06	-6 096	-17,94	3,96
TOTAL DE L'ACTIF	674 442	721 000	704 446	30 004	4,45	-16 554	-2,30	100,00

Source: BCL

Tableau 6 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution

PASSIF	Montants en millions d'euros			Variations en millions d'euros et en %				Poids relatif
	2001/03	2001/12	2002/03	2001/03 - 2002/03		2001/12 - 2002/03		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	325 355	346 422	336 944	11 589	3,56	-9 478	-2,74	47,83
Dettes envers la clientèle	212 326	227 419	223 585	11 259	5,30	-3 834	-1,69	31,74
Dettes représentées par un titre	72 674	79 904	81 671	8 997	12,38	1 767	2,21	11,59
Autres passifs	64 087	67 254	62 247	-1 840	-2,87	-5 007	-7,45	8,84
TOTAL DU PASSIF	674 442	721 000	704 446	30 004	4,45	-16 554	-2,30	100,00

Source: BCL

Les deux tableaux ci-dessus confirment que l'activité interbancaire représente près de la moitié de l'activité bilantaire au Luxembourg. Aussi bien l'actif que le passif du bilan agrégé reflètent, en termes absolus, une nette progression des opérations interbancaires depuis le deuxième trimestre de l'année 2001, qui, avec le

bon développement des activités sur titres et des créances sur la clientèle, explique la majeure partie de l'augmentation du bilan en valeur absolue. Notons finalement que le poste 'Autres actifs' fait état d'une diminution notable, aussi bien en termes absolus qu'en termes relatifs.

⁶ Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Au niveau de l'actif, les créances sur la clientèle n'ont cessé de progresser au cours du second trimestre de l'année précédente pour se situer à 143 748 millions d'euros au 31 décembre 2001. Cette progression ne s'est pas poursuivie au cours du premier trimestre de l'année en cours où les créances sur la clientèle se sont stabilisées pour atteindre un volume global de 137 093 millions d'euros au 31 mars 2002, soit une augmentation de 5,1% ou 6 674 millions d'euros par rapport au 31 mars 2001. Ainsi, en glissement annuel, le rythme de progression des créances sur la clientèle a nettement baissé au cours du premier trimestre 2002 après avoir atteint un taux de croissance annuel de 12,3% fin décembre 2001.

Dans ce contexte, on remarquera particulièrement que la demande pour des crédits immobiliers destinés au financement d'immeubles situés au Luxembourg se maintient toujours à un niveau élevé, même si son volume a momentanément fléchi au cours du troisième trimestre 2001.

Ainsi, le montant des crédits nouvellement accordés, après avoir atteint au cours du deuxième trimestre 2001 un «pic» avec un montant de 781 millions d'euros, est redescendu au troisième trimestre 2001 à 618 millions d'euros pour arriver au 31 mars 2002 à 767 millions d'euros. Il convient de noter que les montants moyens accordés par trimestre au cours de l'année 2001 sont largement supérieurs aux crédits immobiliers qui étaient consentis en moyenne par trimestre sur la période 1992/2001 (environ 441 millions d'euros).

La part des crédits immobiliers nouvellement accordés au secteur communal affiche une hausse significative; face à un montant total de 28 millions d'euros accordé au cours du quatrième trimestre de l'année précédente on note un montant de 141 millions d'euros accordé au cours du premier trimestre de l'année 2002 (+403,6%). Les crédits immobiliers nouvellement accordés au secteur résidentiel au cours du premier trimestre 2002 s'élèvent à 538 millions d'euros (70,1% du total des crédits immobiliers), excédant ainsi de 17 millions d'euros le volume atteint au cours du trimestre précédent (+3,3%). Les crédits consentis au secteur non résidentiel sont en diminution pour le premier trimestre 2002 et s'élèvent à 82 millions d'euros au 31 mars 2002, contre 106 millions d'euros au quatrième trimestre 2001 (-22,6%). Quant aux crédits aux non-résidents, leur montant a fortement

chuté au cours du deuxième et du troisième trimestre 2001. Les perspectives de développement des crédits destinés au financement d'immeubles au Luxembourg semblent mitigées. D'une part le gouvernement luxembourgeois est sur le point de prendre plusieurs mesures pour stimuler l'offre de logements et les taux d'intérêts actuels sont plutôt de nature à stimuler la demande. D'autre part, les derniers recensements sur le nombre d'autorisations de bâtir montrent un net déclin au cours des neuf premiers mois de l'année 2001, ce qui semble s'expliquer par le fait que les prix de la construction et surtout des terrains à bâtir atteignent un niveau relativement élevé, ainsi que par les longs délais en relation avec l'obtention d'une autorisation.

Le volume du portefeuille titres au 31 mars 2002 a légèrement augmenté par rapport au 31 décembre 2001; tout en continuant de progresser en valeur absolue jusqu'au troisième trimestre 2001, sa part relative dans le bilan fait état d'une légère augmentation tout au long des trois premiers trimestres de l'année 2001, suivie par un léger recul pour continuer la progression de sa part relative au premier trimestre 2002. Ainsi, au 31 mars 2002 le portefeuille des titres autres que des actions s'élève à 162 714 millions d'euros, soit une hausse de 4,4% en glissement annuel.

Au passif, les dépôts interbancaires ont subi une baisse au cours du premier trimestre 2002 par rapport au 31 décembre 2001, passant de 346 422 millions d'euros au 31 décembre 2001 à 336 944 millions d'euros au 31 mars de l'année en cours, ce qui correspond à une augmentation de 3,6% par rapport au 31 mars 2001.

Les dépôts de la clientèle se maintiennent à un niveau très élevé et sont, en glissement annuel, en légère augmentation de 5,3%, soit 11 259 millions d'euros. Le sursaut des dépôts effectués par la clientèle, observé au cours des mois ayant suivi les attentats du 11 septembre et partant, les turbulences sur les marchés boursiers, s'est amorti au cours des premiers mois de l'année 2002. Ce mouvement trouve son origine dans la relative accalmie sur les marchés financiers et le regain de confiance des investisseurs qui s'orientent à nouveau vers les investissements en valeurs mobilières. Les niveaux records atteints par la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif au cours des derniers mois confirment ce phénomène.

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

Au 31 mars 2002, l'effectif dans le secteur financier luxembourgeois, qui se compose des établissements bancaires ainsi que des autres professionnels du secteur financier, s'élève à 27 977 emplois, en diminution de 116 unités, soit -0,41% par rapport à la situation au 31 décembre 2001. Considéré sur une base annuelle, c'est-à-dire sur la période du 31 mars 2001 à la même date de l'année en cours, l'emploi dans le secteur financier luxembourgeois fait état d'une hausse de 720 unités (+2,64%).

L'emploi dans le secteur financier luxembourgeois représente près de 9,9% de l'emploi intérieur total et affiche une certaine stabilité depuis décembre 2000, continuant ainsi de confirmer son rôle de moteur dans le développement de l'emploi au Luxembourg. Cela étant, si on considère l'évolution de l'emploi intérieur total, on constate que celui-ci s'est accru de 4,03% entre la période du 31 mars 2001 et la même date de l'année en cours. Ces chiffres, tout en confirmant la solidité du secteur financier, témoignent du net ralentissement de l'emploi dans ce secteur par rapport aux années antérieures.

D'après le critère de nationalité, l'effectif se décompose à hauteur de 8 241 personnes de nationalité luxembourgeoise, soit une proportion de 29,5% de l'ensemble de l'effectif, et de 19 736 personnes de nationalité étrangère, ce qui correspond à une proportion de 70,5% de l'ensemble. De manière générale, on peut constater que la population de nationalité luxembourgeoise qui est occupée dans le secteur financier diminue progressivement au cours de ces dernières années, alors que l'effectif de nationalité étrangère tend à s'accroître. En effet, alors que la part de personnel luxembourgeois était de 31,4% de l'ensemble du secteur financier fin 2000, contre 68,6% de personnel étranger, cette proportion est passée à 29,8% à la fin de l'année 2001, contre 70,2% de personnel étranger.

L'effectif dans le secteur bancaire, lequel constitue la plus grande part de l'effectif du secteur financier, s'élève à 23 651 unités au 31 mars 2002, faisant ainsi état d'un recul de 243 unités (-1,02%) par rapport au 31 décembre 2001. Ceci signifie que la création d'emplois dans les établissements de crédit s'est non

seulement arrêtée, mais qu'elle a résulté en une suppression nette d'emplois.

Si on considère l'évolution de l'emploi dans les établissements de crédit sur une base trimestrielle, on peut constater que le taux de croissance a progressivement montré des signes de ralentissement tout au long de ces derniers trimestres: alors que l'effectif s'est accru de 429 unités (+1,86%) au cours du premier trimestre 2001, il a progressé de 210 unités (+0,89%) au cours du deuxième trimestre 2001, pour ensuite n'augmenter que de 144 unités (+0,61%) et de 76 unités (+0,32%) au cours des troisième et quatrième trimestres 2001. Par ailleurs, il s'agit de la première régression de l'effectif depuis juin 1998, période à laquelle l'emploi n'avait en revanche affiché qu'une diminution de 28 unités (-0,15%) par rapport au trimestre précédent.

Considéré sur la période des douze derniers mois écoulés, c'est-à-dire de mars 2001 à mars 2002, l'effectif dans les établissements de crédit a progressé de 187 unités, soit une hausse de 0,80%. En revanche, si on compare cette évolution par rapport à la période qui s'étale du 31 mars 2000 au 31 mars 2001, il résulte que la croissance annuelle affichait une progression de 2 067 unités, soit une hausse de 9,66%, ce qui confirme que le rythme de croissance de la création d'emplois dans les établissements de crédit a nettement diminué au cours de ces derniers trimestres. Nonobstant ce ralentissement, il convient de ne pas perdre de vue que les deux dernières années étaient considérées comme très favorables, voire exceptionnelles, au niveau du développement des activités bancaires et partant de son emploi.

L'évolution de l'emploi dans le secteur bancaire doit aussi être considérée dans le cadre du mouvement de consolidation du secteur financier observé au cours de ces dernières années, qui s'est traduit par des opérations de liquidations et de fusions bancaires qui ont fortement influencé l'évolution du nombre d'établissements de crédit sur la place financière. En effet, leur nombre est passé de 198 unités au 31 mars 2001 à 185 unités au 31 mars 2002.

Le ralentissement progressif de la croissance de l'emploi et la nette diminution à la fin du premier trimestre de l'année en cours sont susceptibles de trouver leur origine dans un certain nombre de facteurs.

D'une part, 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. A ce stade, des signes de ralentissement du taux de croissance de l'effectif dans le secteur bancaire s'étaient fait sentir au cours des derniers trimestres sous revue. Dans le cadre des regroupements d'activités intervenus sur la place financière de Luxembourg, un certain nombre de licenciements se sont néanmoins parfois avérés inévitables, donnant ainsi naissance à des plans sociaux.

D'autre part, le développement de *l'e-banking* à Luxembourg s'est trouvé fortement freiné, notamment à la suite de l'arrêt des activités de plusieurs établissements spécialisés dans ce domaine.

De plus, le ralentissement général de la conjoncture économique, ainsi que les attaques terroristes du 11 septembre ne sont vraisemblablement pas étrangers à ces développements, même si le secteur financier a fait état d'une bonne résistance face à ces chocs, provoquant tout de même un certain attentisme de la part des acteurs de la place financière.

L'évolution de l'effectif dans le secteur des autres professionnels du secteur financier (PSF) continue à afficher une solide croissance à l'instar de ces trois dernières années. En chiffres absolus, l'emploi dans le secteur des PSF comprend 4 326 personnes au 31 mars 2002, ce qui correspond à une hausse de 127 unités, soit 3,02% par rapport au 31 décembre 2001. Par rapport à la période du 31 mars 2001, l'effectif dans le secteur des autres professionnels du secteur financier est en hausse de 533 unités, ce qui équivaut à une croissance sur une base annuelle de 14,05%. Comme le témoignent ces chiffres, le taux de croissance annuel de l'effectif dans ce secteur demeure important.

Néanmoins, considéré en glissement trimestriel, le taux de croissance annuel fait état d'une moins forte progression depuis 2001, passant successivement de 28,19% à 30,53% puis à 28,25% pour en venir à 19,83% sur la période du 31 décembre 2000 au 31 décembre 2001.

L'effectif au sein du secteur des PSF se caractérise par une importante proportion de personnel de nationalité étrangère. Au 31 mars 2002, 649 personnes, soit près de 15% de l'effectif, sont de nationalité luxembourgeoise et 3 677 personnes, soit 85%, sont de nationalité étrangère. Cette évolution va de pair avec une internationalisation de la place financière et des besoins accrus en matière de main-d'œuvre. Rappelons également que suite à l'obtention de son agrément de PSF en fin d'année 2001, le personnel concerné de l'Entreprise des Postes et Télécommunications a dans une certaine mesure fortement contribué à la hausse de l'effectif dans ce secteur.

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

Les résultats des banques luxembourgeoises pour le dernier trimestre 2001 laissent apparaître une assez bonne résistance aux turbulences économiques récentes, avec une progression annuelle de 5,8% du produit bancaire et de 1,8% du résultat avant provisions, dans un contexte de hausse de la marge sur intérêts et de baisse des revenus hors intérêts.

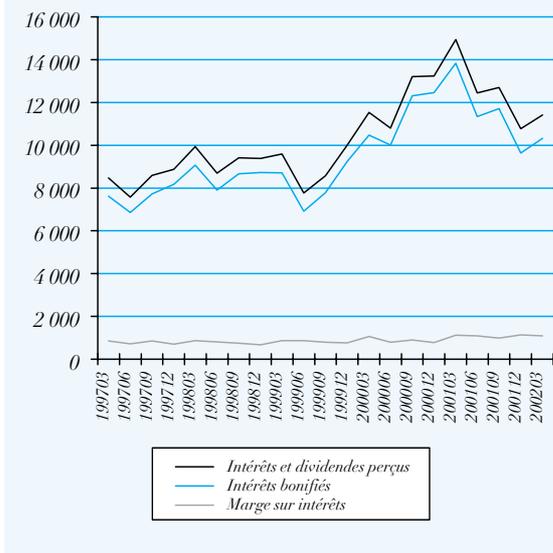
Il semble intéressant de voir si ces tendances se sont confirmées au cours du premier trimestre 2002, alors que les résultats dégagés au 31 mars 2002 par les établissements de crédit luxembourgeois montrent une quasi-stabilité par rapport aux marges affichées au 30 mars 2001 (avec cependant une tendance plutôt orientée à la baisse).

La marge sur intérêts, qui s'élève à 1 094 millions d'euros au 31 mars 2002, affiche une légère diminution de 1,9% (- 21 millions d'euros) par rapport au 31 mars de l'année précédente, date à laquelle elle était de 1 115 millions d'euros.

Mais il semble surtout intéressant d'observer l'évolution des deux composantes de cette marge, non seulement sur les 12 derniers mois mais aussi sur une plus longue période (cf. graphique n°34 ci-après, reprenant la variation de la marge sur intérêts, des intérêts perçus et des intérêts bonifiés sur les cinq dernières années).

GRAPHIQUE 34
EVOLUTION TRIMESTRIELLE DE LA MARGE
SUR INTÉRÊTS ET DE SES COMPOSANTES
SUR LES CINQ DERNIÈRES ANNÉES

(en millions EUR)



Source: BCL

Il apparaît ainsi que si la marge sur intérêts est relativement stable sur la période d'étude (avec une tendance haussière néanmoins, voir graphique 36 ci-après), les intérêts perçus et les intérêts bonifiés ont par contre connu des variations assez sensibles, tout en ayant des évolutions parallèles.

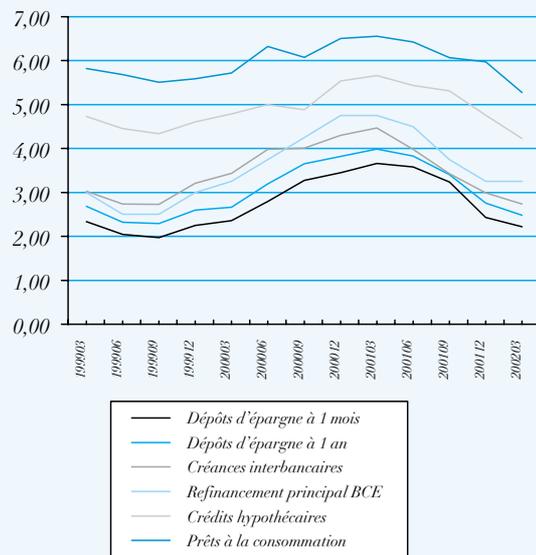
Ainsi, on constate que les intérêts perçus et les intérêts bonifiés, après avoir connu une progression assez régulière depuis le milieu de l'année 1999, ont culminé au 31 mars 2001, s'élevant respectivement à 14 944 millions d'euros et 13 829 millions d'euros sur le trimestre en question. Depuis, ils ont nettement baissé de niveau, pour légèrement remonter au cours du premier trimestre 2002 et s'élever respectivement à 11 412 millions d'euros et 10 318 millions d'euros au 31 mars 2002.

Ces diverses variations s'expliquent notamment par l'évolution des taux d'intérêt, comme le montre le graphique 35 ci-dessous. Il reprend l'évolution depuis début 1999 de divers taux d'intérêt représentatifs, outre le taux principal de refinancement de la BCE, s'appuyant sur les données collectées par la BCL auprès des plus grands établissements de crédits luxembour-

geois: taux des créances interbancaires à 1 mois, taux des crédits hypothécaires, taux des prêts à la consommation, taux des dépôts d'épargne de la clientèle à moins d'un mois et à moins d'un an.

GRAPHIQUE 35
EVOLUTION DES DIVERS TAUX
SIGNIFICATIFS SUR LES TROIS DERNIÈRES
ANNÉES

(en %)



Source: BCL

On constate dès lors que l'évolution des intérêts perçus et bonifiés suit logiquement la tendance générale et semblable de ces divers taux sur la période d'étude, caractérisée notamment par une progression régulière au cours des deux premières années, avec un maximum aux environs du premier trimestre 2001, avant de décroître depuis cette date.

Au vu de ces développements, la marge sur intérêts garde une importance relative quasi identique à celle observée il y a un an dans le résultat brut, représentant 51,75% du résultat brut (contre 51,96% un an auparavant) ; par contre, cette part relative de la marge sur intérêts était de 54,3% au 31 décembre 2001.

Le résultat hors intérêts diminue de 11 millions d'euros (-1,1%) pour s'établir à 1 020 millions d'euros au 31 mars 2002.

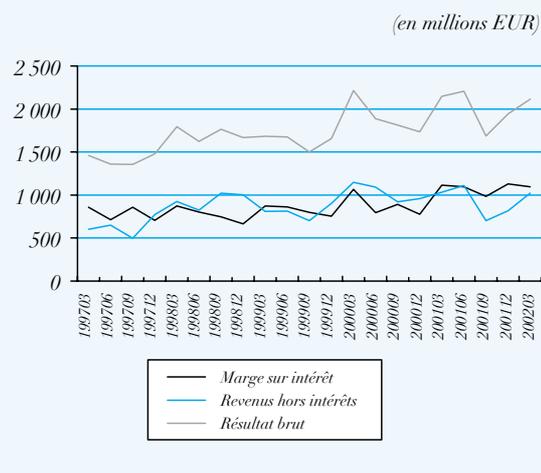
Cette baisse trouve notamment son origine dans la sensible diminution du solde sur commissions: -55 millions d'euros (-7,2%), soit 709 millions d'euros au 31/03/2002. Pourtant, la valeur nette d'inventaire des organismes de placement collectif (qui a une influence sur les commissions perçues) connaît à nouveau une tendance à la hausse depuis le mois de novembre dernier et est sensiblement supérieure à son niveau de mars 2001 (967,7 milliards d'euros au 31/03/2002, contre 862,7 milliards d'euros un an auparavant) ; par contre, les établissements de crédit continuent de subir le fait que leur clientèle privée intervienne moins sur les marchés financiers. Le solde net sur commissions perd dès lors quelque peu de son importance relative dans le résultat brut et ne représente plus que 33,5% de ce dernier.

Cette diminution du résultat sur commissions, qui s'accompagne d'une baisse des revenus sur réalisation de titres ou sur opérations de change, est cependant compensée en partie par une forte hausse des revenus sur divers (+74 millions d'euros, +63%) qui permet de limiter nettement la baisse du résultat hors intérêts et donc de maintenir le niveau de rentabilité globale. On peut cependant s'interroger sur le caractère récurrent de tels revenus et donc sur l'évolution future du résultat hors intérêts.

Dans ces conditions, le résultat brut (ou produit bancaire) s'établit à 2 114 millions d'euros, soit une diminution de 32 millions d'euros sur un an (-1,5%).

Comme nous l'avons fait pour la marge sur intérêts, il peut être intéressant d'observer l'évolution du résultat brut et de ses deux composantes sur une plus large période (cf graphique n°36 ci-dessous).

GRAPHIQUE 36
EVOLUTION TRIMESTRIELLE DU RÉSULTAT BRUT ET DE SES COMPOSANTES SUR LES CINQ DERNIÈRES ANNÉES



Source: BCL

Ce graphique met notamment en évidence le fait que si les résultats au 31 mars 2002 sont très proches de ceux enregistrés un an auparavant, leur évolution a été plutôt contrastée durant cette année. Après la cassure dans la progression du résultat brut, observée logiquement au troisième trimestre 2001 compte tenu des événements de septembre et liée principalement à la chute des revenus hors intérêts, la tendance est redevenue à la hausse, sous l'effet d'un redressement des revenus hors intérêts (mais avec une modification de leur structure, voir commentaires ci-dessus).

Si le résultat brut a diminué de 32 millions d'euros en un an, on constate cependant que cette diminution

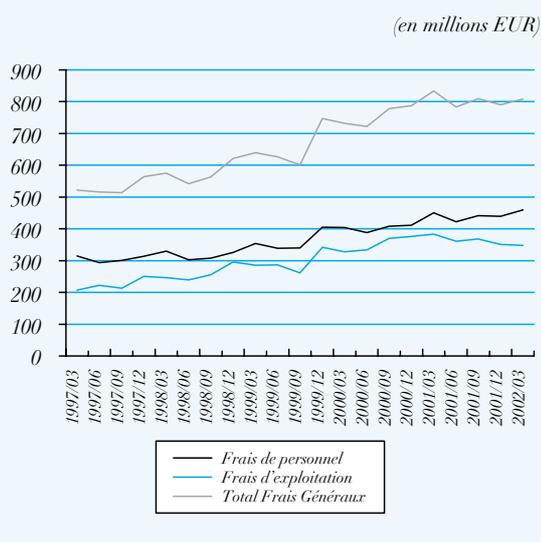
est en partie compensée par une baisse globale de 26 millions d'euros des frais de fonctionnement (-3,1%, à 808 millions d'euros au 31 mars 2002).

D'une part, si on note une nouvelle hausse des frais de personnel (+2,0% sur un an, soit 9 millions d'euros) qui s'élèvent à 460 millions d'euros au 31 mars 2002, il convient de remarquer que leur progression s'est sensiblement ralentie par rapport à ce qui a pu être observé précédemment. On assiste en effet à une nette décélération de la création d'emplois dans les établissements de crédits, le nombre de personnes employées dans les banques ayant certes augmenté de près de 190 personnes entre le 31 mars 2001 et le 31 mars 2002, mais diminué d'un peu plus de 240 personnes entre le 31 décembre 2001 et le 31 mars 2002.

D'autre part, les autres frais d'exploitation connaissent une nette diminution: -35 millions d'euros sur un an (-9,1%), pour se situer à 348 millions d'euros au 31 mars 2002. Parmi les banques ayant connu les plus fortes diminutions sur ce poste, certaines d'entre elles ont réduit ces frais dans une proportion pouvant aller jusqu'à 30%. Ceci est le résultat d'une politique volontariste de maîtrise et de réduction des coûts, intensifiée au cours de l'exercice 2001. Pour de nombreux acteurs de la place, cette politique est devenue incontournable et constitue l'un des enjeux des négociations actuelles sur une nouvelle convention collective dans le secteur bancaire. Des postes tels que les frais de consultance externe, d'honoraires ou de déplacements ont ainsi été sensiblement rationalisés et revus à la baisse dans un certain nombre de ces établissements. D'autres motifs plus ponctuels, tels que le transfert de certaines charges sur d'autres entités d'un même groupe ou la non-réurrence de frais liés à des fusions, expliquent également cette sensible baisse de ces autres frais administratifs. Il convient enfin de noter que, si la tendance est à la diminution de ces frais d'exploitation, on ne dénombre cependant que 55% des établissements de crédits de la place qui les ont effectivement réduits et donc 45% qui ont par contre vu ces frais augmenter sur les douze derniers mois.

L'évolution sur une longue période des frais de personnel et des autres frais d'exploitation est reprise dans le graphique ci-après.

GRAPHIQUE 37
ÉVOLUTION DES FRAIS GÉNÉRAUX ET DE LEURS COMPOSANTES SUR LES CINQ DERNIÈRES ANNÉES



Source: BCL

Il convient enfin de noter une baisse sensible des impôts divers et des amortissements sur immobilisé non financier: -13,7%, soit une baisse de 14 millions d'euros pour s'élever à 88 millions d'euros. Accompagné de la diminution des frais généraux, cela permet de compenser la diminution du résultat brut et de finalement dégager un résultat avant provisions en très légère hausse.

En effet, compte tenu de ces diverses évolutions en mars de l'année en cours, le résultat avant provisions ressort à 1 218 millions d'euros et connaît une progression de 8 millions d'euros (+0,7%) sur un an.

1.3.7 Le commerce extérieur

Au cours de la période couvrant les deux premiers mois de l'année 2002, le commerce extérieur s'est soldé par un déficit de 491,6 millions d'euros contre 432,7 millions pour la même période de l'année 2001, soit une hausse de 13,6%. Cette détérioration du solde commercial résulte de la réduction des exportations de certains secteurs clés (articles manufacturés, machines et équipements) d'une part et de la croissance des importations des biens d'équipement d'autre part.

Alors que les valeurs exportées ont stagné (+0,1%) au cours des deux premiers mois de l'année 2002, les

importations de marchandises ont affiché une progression de 3,2% par rapport à la même période de l'année précédente. Sur la même période, l'indice des volumes exportés n'a crû que de 0,6% en moyenne contre 1,9% pour l'indice des volumes importés. De même en ce qui concerne les prix relatifs, face à une appréciation de 1,2% de l'indice moyen des prix unitaires des biens importés, l'indice moyen des valeurs unitaires à l'exportation s'est légèrement déprécié de 0,5% sur les deux premiers mois de 2002. Par conséquent, les termes de l'échange se sont détériorés en moyenne de 1,7%, contribuant ainsi à la progression du déficit commercial.

La faiblesse des exportations par rapport aux importations s'explique par la baisse conjoncturelle observée dans certains secteurs clés au niveau de l'exportation. En effet, les fournitures d'articles manufacturés en métaux communs et d'articles manufacturés classés d'après la matière première, ont respectivement chuté de 2,9% et de 8,1% suite notamment à la faiblesse de la conjoncture mondiale dans l'industrie et plus particulièrement dans la sidérurgie. L'impact de ces baisses sur le solde du commerce extérieur est amplifié par le fait que ces deux secteurs représentent près de 45% de toutes les marchandises exportées par le Luxembourg.

Parmi les autres catégories des exportations en recul figurent les produits chimiques et connexes (-3,2%), le matériel de transport (-3,9%) ainsi que les machines et équipements (-5,7%).

Quant aux importations des marchandises, elles ont affiché une croissance, en valeur de 3,2% sur les deux premiers mois de 2002. Cette hausse s'explique notamment par les importations accrues dans le secteur des machines et équipements qui ont augmenté de 15,2%. Ces dernières années, tant les biens d'équipement des ménages que ceux des entreprises aug-

mentent à un rythme soutenu. Du côté des ménages, l'amélioration continue du niveau de vie et la bonne tenue de la consommation privée qui en résulte expliquent cette forte croissance des importations d'équipements ménagers. Du côté des entreprises, l'effort de modernisation et de diversification entrepris au cours des derniers mois a un effet favorable sur les importations de machines et de biens d'équipements.

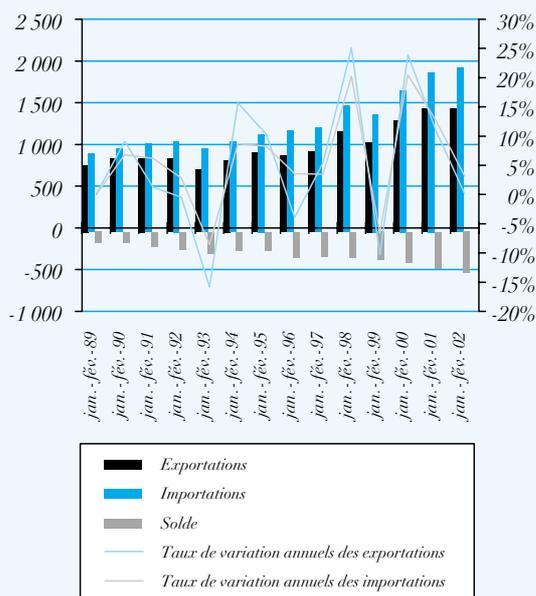
Notons également des taux de croissance positifs de 2,8% pour les articles manufacturés en métaux communs et de 1,4% pour les articles manufacturés divers. Les trois secteurs précités représentent près de la moitié de toutes les fournitures importées par le Luxembourg.

Parmi les produits importés en baisse, citons le matériel de transport, les combustibles minéraux et lubrifiants, les huiles et graisses, les produits chimiques et connexes ainsi que les autres articles manufacturés classés d'après la matière première.

En termes de ventilation géographique, sur les deux premiers mois de l'année 2002, la majeure partie du déficit commercial est réalisée avec les pays membres de la zone euro. Parmi ces pays, les échanges de biens avec la Belgique se sont soldés par un déficit de 521,5 millions d'euros alors que le déficit global s'élève à 491,6 millions d'euros. Cette ampleur du déficit commercial vis-à-vis de la Belgique s'explique par le fait que ce pays constitue le principal centre d'approvisionnement des entreprises luxembourgeoises de distribution. Outre la Belgique, le déficit commercial le plus lourd est réalisé avec l'Allemagne (125,7 millions d'euros sur les deux premiers mois de 2002). Par contre, le Luxembourg réalise un surplus au niveau des échanges avec la France (28,2 millions d'euros), avec les autres pays de l'Europe (30,4 millions d'euros) et avec le reste du monde (97 millions d'euros).

GRAPHIQUE 38
COMMERCE EXTÉRIEUR DU LUXEMBOURG

(en millions EUR)



Source: STATEC

1.3.8 La balance des paiements courants

Le solde de la balance courante enregistre une tendance baissière marquée depuis 1995. Ainsi le surplus courant qui s'élevait à près de 13% du PIB nominal en 1995 a connu une chute constante chaque année, exception faite de l'année 2000 où il est remonté par rapport à l'année précédente (8,2% du PIB en l'an 2000 contre 6,5% en 1999). A 4,4% du PIB nominal, le solde courant a atteint son niveau le plus bas en 2001. En effet, l'excédent de la balance courante s'est établi à 968 millions d'euros en 2001 contre 1684 millions d'euros l'année précédente, soit une nette réduction de 42,5%. Cette importante régression résulte essentiellement de la baisse de l'excédent des échanges extérieurs de services dans le secteur financier et de la progression du déficit des rémunérations des salariés non-résidents.

Au niveau des marchandises, sur toute l'année 2001, le déficit commercial s'est encore détérioré de 3,6% par rapport à l'année 2000. Les exportations des biens ont progressé de 5% en valeur dont 4% en volume, la hausse des prix s'étant avérée marginale (+1%). Cette

évolution, qui contraste avec la croissance exceptionnelle enregistrée en 2000 (+18%), est à inscrire dans un contexte de faiblesse de la demande mondiale. En 2001, les importations des marchandises ont subi un ralentissement de leur taux de croissance par rapport à l'année précédente (+5,3% en valeur contre +12,8% en 2000) suite notamment à la baisse des prix pétroliers et au recul des importations des biens intermédiaires du secteur sidérurgique.

Le solde positif de la balance des paiements courants du Luxembourg reste traditionnellement lié au développement des prestations des services ainsi qu'aux revenus des investissements encaissés par les résidents. Toutefois, on note en 2001 un recul (-2,7%) de l'excédent des services. A l'exception des services de transport et de communication, qui ont respectivement enregistré des surplus en hausse de 6% et de 10,6%, les soldes réalisés au niveau des autres services ont chuté.

L'excédent des services financiers, qui représente près de la moitié du surplus de l'ensemble des services, est en baisse de 2,4%. Cette évolution défavorable est fortement corrélée avec la faible performance des marchés financiers internationaux en 2001. Soulignons le fait que les activités de gestion de fortune et des fonds d'investissements contribuent majoritairement à l'excédent des services financiers. Ainsi, la majeure partie des frais payés par les fonds d'investissement aux établissements de crédit en tant qu'agent administratif et/ou banque dépositaire est intégrée dans les services financiers du fait que ces frais sont à charge des détenteurs non-résidents de parts. Ces frais étant fixés sur base de la valeur des actifs gérés, la chute des cours boursiers en 2001 s'est accompagnée d'une baisse de la valeur des actifs. Ainsi la valeur nette d'inventaire (VNI) moyenne des OPC luxembourgeois s'élevait à 829,3 milliards en 2001 contre 859,9 milliards d'euros en 2000, ce qui a réduit les commissions et frais de gestion perçus par les établissements de crédit auprès des organismes de placement collectif.

Les autres types de services internationaux en recul sont les services d'assurance, les voyages, les redevances et les droits de licence. Les recettes nettes du secteur des assurances ont diminué de 2,7%, évolution également liée à la baisse des marchés boursiers internationaux du fait que la contribution de ce secteur est calculée sur base des provisions techniques des

compagnies d'assurance. Or, comme ces provisions sont investies en valeurs mobilières, l'évolution défavorable des marchés boursiers évoquée ci-dessus a également affecté les recettes nettes de ce secteur. L'excédent du poste «voyages» a chuté de 12,2% en 2001, rejoignant ainsi son niveau de 1999. Ce développement négatif est en partie attribuable à la faiblesse des voyages d'affaire en 2001 suite notamment à la mauvaise conjoncture économique mondiale. A cela s'ajoute la baisse, en valeur, des achats de carburant par des particuliers non-résidents suite à la diminution des prix de vente du pétrole au détail. En effet, les achats de carburant au Luxembourg par les frontaliers et les particuliers non-résidents sont intégrés dans les recettes de tourisme.

Le déficit enregistré au niveau des rémunérations des salariés ne cesse d'augmenter (+22,7% pour l'année 2001) notamment en raison de la poursuite de l'embauche nette des travailleurs frontaliers et en raison de la hausse du coût salarial moyen enregistré par l'économie nationale.

Malgré une hausse de 14,4% des revenus nets des investissements en 2001, hausse enregistrée sous l'effet d'une évolution favorable de la marge sur intérêts du secteur bancaire, les revenus nets affichent un déficit de 1 622 millions d'euros contre 1 250 millions en 2000. Enfin les transferts courants restent traditionnellement déficitaires tant du côté des transferts des administrations publiques (aide au développement, contributions aux organismes internationaux) que des transferts privés.

Tableau 7 Soldes de la balance de paiements courants

<i>en millions d'euros</i>	<i>1999</i>	<i>2000¹</i>	<i>2001¹</i>
Opérations courantes	1 197	1 684	968
Biens	-2 421	-2 563	-2 656
Services	4 608	5 999	5 835
Rémunérations des salariés	-1 921	-2 329	-2 857
Revenu des investissements²	1 460	1 079	1 235
Transferts courants	-530	-502	-588

Notes: ¹ Chiffres provisoires ² y compris les bénéfices réinvestis
Source: STATEC

1.3.9 Les finances publiques

Le solde budgétaire enregistré en 2001 par l'ensemble des pouvoirs publics a récemment été calculé par le STATEC, en conformité avec le système européen de comptes intégrés SEC95. Les pouvoirs publics luxembourgeois enregistreraient une fois de plus un excédent, équivalent à 5,2% du PIB. Si ce surplus se réduit quelque peu par rapport à l'année précédente, quand il culminait à 5,8% du PIB, il est néanmoins largement supérieur à l'objectif de 4,1% figurant dans la troisième actualisation du programme luxembourgeois de stabilité et de croissance.

La marge de manœuvre budgétaire des pouvoirs publics devrait cependant se réduire significativement dès 2002, du fait de la mise en œuvre de diverses mesures nouvelles. La réforme de l'impôt sur les salaires et traitements, l'abaissement du taux de l'impôt des sociétés et la réduction de la taxe d'abonnement donneraient lieu à un coût statique équivalent à 2,5% du PIB. Les nouvelles dépenses sociales, au premier rang desquelles figurent la revalorisation des pensions et le relèvement des allocations familiales, devraient engendrer un coût additionnel d'environ 1% du PIB. La croissance des dépenses publiques en 2002 sera

également stimulée par l'important effort consenti en matière d'investissements publics. Enfin, la vente d'une licence à la Société Européenne des Satellites a donné lieu à une diminution non récurrente des dépenses publiques en 2001. Cet ajustement, qui s'est monté à près de 2% du PIB, n'est pas susceptible d'être renouvelé en 2002.

Des projections effectuées par la BCL permettent de cerner l'ampleur de la réduction du surplus budgétaire. Ces projections reposent sur diverses hypothèses macroéconomiques, la plus importante étant celle relative à la croissance du PIB, qui passerait d'environ 3% en 2002 à plus de 5% en 2003 et 2004. Sur le versant des dépenses, les projections intègrent la dynamique de

l'évolution des traitements, y compris l'indexation de la rémunération des agents de la fonction publique et des pensions de vieillesse. Des projections démographiques *ad hoc* viennent raffiner l'évolution prévisible de ces dernières dépenses. Divers documents officiels, tels que le budget 2002 et le programme pluriannuel des dépenses de capital, permettent également de mieux baliser l'évolution des dépenses futures.

Sur le versant des recettes, les projections reposent sur les élasticités des principaux impôts à divers indicateurs économiques⁷. Comme en matière de dépenses, les recettes subissent un ajustement qui vise à intégrer aux projections l'impact statique des mesures discrétionnaires précitées⁸.

Tableau 8 Soldes de l'ensemble des pouvoirs publics au Luxembourg

	2001	2002	2003	2004
Projections de la BCL				
Surplus des pouvoirs publics	5,2	0,7	0,6	1,4
p. m. recettes totales	47,5	46,1	45,6	45,2
p. m. dépenses totales	42,4	45,3	45,0	43,7
Projections de la Commission européenne				
Surplus des pouvoirs publics	5,0	2,0	2,5	n. a.
Projections du FMI				
Surplus des pouvoirs publics	5,0	1,0	1,1	0,9

Sources: Commission européenne, FMI, STATEC, BCL

⁷ Voir l'analyse sur les soldes apurés des mouvements conjoncturels, partie 2.1.3.

⁸ Il ne faudrait pas en conclure que seul l'impact statique est pris en compte dans l'évaluation des recettes, car elles incorporent également le niveau futur de divers indicateurs d'activité.

Les résultats des projections de la BCL apparaissent au tableau ci-joint, où elles sont comparées aux prévisions de la Commission européenne et du FMI. La BCL prévoit un excédent inférieur à 1% du PIB en 2002 et 2003, qui remonterait cependant à 1,4% en 2004 sous l'effet, notamment, d'une croissance économique plus soutenue. La Commission fait preuve de plus d'optimisme, dans la mesure où elle laisse entrevoir un excédent de l'ordre de 2% du PIB en 2002 et 2003. Par contre, les projections du FMI donnent lieu à des résultats très proches de ceux de la BCL.

Ces projections doivent être interprétées avec prudence. Les hypothèses macro-économiques sur lesquelles elles se fondent pourraient ne pas se vérifier. De surcroît, l'estimation du montant des recettes est des plus complexes, en particulier dans le sillage d'une importante réforme fiscale. Enfin, le produit de l'attribution de licences UMTS, qui devrait s'opérer à la fin du mois de mai, n'a pu être intégré aux projections faute d'une estimation suffisamment précise des recettes afférentes.

En dépit de ces incertitudes, la tendance à la réduction des excédents budgétaires semble bien établie. Toutes les projections évoquées ci-dessus laissent augurer un significatif resserrement des marges budgétaires. Ces marges pourraient à terme s'avérer assez étriquées, d'autant qu'il importe de veiller au financement de projets tels que le renforcement de la capacité de recherche, la construction de nouveaux logements, l'équipement de l'armée, la coopération au développement ou encore la sécurité intérieure. De surcroît, le vieillissement de la population devrait à terme induire un sensible accroissement des dépenses de pension. Cette évolution pourrait mettre l'équilibre budgétaire en péril, en particulier si elle s'accompagne d'un ralentissement durable de la croissance économique luxembourgeoise. L'élaboration d'indicateurs de soutenabilité du régime de pension, comme le propose le Conseil Economique et Social dans son dernier avis, serait particulièrement de mise dans un tel contexte.

