

Situation économique et financière

Situation économique et financière

Situation économique et financière



LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO	11
1.1. Les taux d'intérêt à court terme	11
1.2. Les rendements obligataires à long terme	11
1.3. Les marchés boursiers	11
1.4. L'évolution des prix	11
1.5. L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	12
1.6. Le taux de change de l'euro	13
1.7. La balance des paiements: transactions courantes	13
1.8. La balance des paiements: compte financier	14
2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG	15
2.1. L'économie réelle	15
2.1.1. L'activité économique	15
2.1.2. Le marché du travail	16
2.1.3. Les prix à la consommation	19
2.1.4. Les autres prix et coûts	22
2.2. Le secteur financier	23
2.2.1. Le bilan agrégé des institutions financières monétaires	23
2.2.2. L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	24
2.2.3. L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	24
2.3. Le commerce extérieur et la balance des paiements courants du Luxembourg	25
2.4. Les finances publiques	26
2.5. L'impact de la politique monétaire sur le bilan de la BCL et la gestion des réserves de change	27

1. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA ZONE EURO

Les perspectives d'évolution de l'environnement extérieur auquel fait face la zone euro se sont améliorées ces derniers mois, augmentant les chances d'une récupération soutenue de l'économie mondiale. Tandis qu'aux États-Unis les informations disponibles laissent supposer une croissance robuste, mais ralentie de l'économie, le processus de rétablissement de l'activité économique et de la confiance s'est prolongé en Asie de l'Est, tandis qu'il a stagné en Amérique Latine. Quant au Japon, les perspectives économiques, bien qu'incertaines, ont récemment connu des tendances plus optimistes. L'anticipation d'une sortie proche de la récession économique a augmenté la confiance des consommateurs et ainsi redonné de l'entrain à l'activité dans certains secteurs.

1.1. LES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME

Depuis le début du mois de juillet, la courbe des rendements du marché monétaire s'est accentuée, les échéances inférieures ou égales à trois mois restant pratiquement inchangées, alors que les taux d'intérêt à six mois et douze mois gagnaient parfois jusqu'à 30 points de base. Le niveau des taux d'intérêt réels à court terme, mesuré par la différence entre le taux EURIBOR à trois mois et l'IPCH, a connu une baisse continue d'un niveau de 2,4% à la fin de 1998 à un niveau moyen de 1,6% au mois de juin et était approximativement 92 points de base en dessous du niveau moyen de juillet 1998 et 80 points de base plus bas qu'au début de l'année.

1.2. LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES À LONG TERME

Des éléments spécifiques à la zone euro et liés aux anticipations d'un redressement du rythme de l'activité ont généré une tension haussière sur les rendements du marché obligataire en euros. Les indicateurs économiques ont fourni une image plus optimiste des perspectives d'activité (hausse

du taux de croissance du PIB réel et de la confiance des industriels, niveau toujours élevé de la confiance des ménages) et les intervenants de marché ont, dans l'ensemble, été enclins à interpréter ces données comme de nature à étayer l'hypothèse d'un rebond de la croissance. Cette attitude a, peut-être, été également à l'origine d'une légère révision à la hausse des anticipations d'inflation. En outre, les développements sur le marché obligataire ont été partiellement influencés par les taux à long terme aux États-Unis. L'écart entre les taux des deux zones s'est rétréci en raison de signaux imprécis sur la vigueur de l'économie des États-Unis ainsi qu'aux perspectives de développement des prix.

1.3. LES MARCHÉS BOURSISERS

Les cours des actions dans la zone euro, tels que mesurés par l'indice Dow Jones Euro Stoxx large, ont connu une hausse d'environ 9% durant le premier semestre de 1999. Cette hausse a pour origine une augmentation des cours boursiers internationaux et ce grâce à l'influence de facteurs intérieurs favorables. A la fin de ce premier semestre, la confiance relative à une reprise du rythme de l'activité économique dans la zone euro et les perspectives de rentabilité des entreprises dans cette même zone qui s'en suivent semblent prévaloir. Suite à la tension haussière des rendements du marché obligataire, une pression à la baisse des marchés boursiers dans la zone euro a cependant pu être observée.

1.4. L'ÉVOLUTION DES PRIX

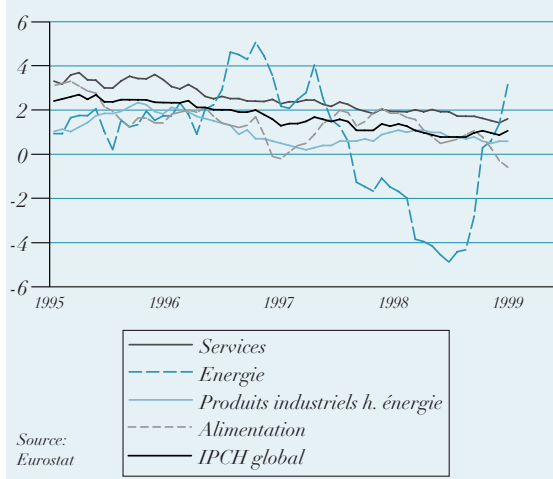
La progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro est revenue à 1,1% en juillet, soit la même qu'en avril. Depuis le mois de janvier, l'indice enregistre ainsi une augmentation de 0,3 point de pourcentage. La variation annuelle de l'IPCH excluant l'alimentation et l'énergie, indice moins volatile, passe de 0,8% en juin à 1,0% en juillet.

Cette hausse est principalement due à des facteurs accidentels ayant affecté les prix des services et particulièrement des voyages organisés.

Les perspectives d'évolution de l'IPCH de la zone euro pour les prochains mois sont caractérisées, d'une part, par des tendances à la hausse suite au renchérissement des cours du pétrole et des matières premières observé durant les premiers mois de l'année 1999, d'autre part, par une baisse due aux mouvements de libéralisation des marchés (télécommunications, électricité et gaz).

En ce qui concerne les évolutions les plus récentes, les cours du pétrole ont continué d'augmenter en juillet. Par conséquent, même si les cours du pétrole n'évoluent plus, on peut s'attendre à une légère accélération pendant l'été de la progression sur un an de la composante énergie de l'IPCH, par suite de l'effet de base dû à la baisse des prix de l'énergie au second semestre 1998.

GRAPHIQUE 1
VARIATIONS ANNUELLES (EN %) DES DIFFÉRENTES SOUS-COMPOSANTES DE L'IPCH



En outre, les prix des produits industriels se sont redressés durant la période antérieure à avril. A l'inverse, le ralentissement de la progression sur un an des prix des produits alimentaires hors produits frais et, surtout, des services indique que des facteurs tels que la déréglementation et le renforcement de la concurrence devraient continuer à agir

sur les prix. Il se pourrait donc que les prix à la consommation n'augmentent que progressivement dans l'immédiat, d'autant plus que les hausses de salaires semblent demeurer modérées dans la zone euro. En effet, pour le premier trimestre 1999, des estimations préliminaires pour le taux de croissance annuel des coûts salariaux horaires totaux font état d'une progression de 1,8%.

Les prix à la production des produits industriels de la zone ont continué à diminuer, mais à un niveau moindre: leur taux de variation annuel passe de -1,4% en mai à -1,0% en juin.

1.5. L'ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION, DE LA DEMANDE ET DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Les données récentes indiquent une récupération progressive de l'activité économique dans la zone euro. D'après les dernières données d'Eurostat, le PIB réel a progressé trimestriellement de 0,4% durant les trois premiers mois de cette année et de 0,3% durant le second trimestre 1999. Ceci peut être interprété comme une amélioration potentielle de la croissance de la production durant les premiers mois de cette année plutôt qu'une simple stabilisation. Elle reste basée sur la consommation privée et la formation brute de capital fixe, qui ont connu les taux de croissance trimestriels les plus importants durant les deux premiers trimestres de 1999. Les dernières informations sur la productivité indiquent de leur côté une légère baisse de -0,4% de la productivité de la main d'œuvre dans le secteur manufacturier pour le premier trimestre 1999 par rapport à la même période de l'année précédente.

Le taux de chômage standardisé dans la zone euro est resté à 10,2% en juillet, soit 0,1% de moins que le niveau observé durant les quatre mois précédents. Dans l'ensemble, actuellement, le ralentissement progressif de l'activité économique constaté au cours de 1998 semble n'avoir eu qu'une inci-

Tableau 1 Taux de croissance des pays de l'Union européenne, des États-Unis et du Japon

Taux de croissance trimestriel (en %)	1997 ^{b)}	1998 ^{b)}	1998 T1 ^{a)}	1998 T2 ^{a)}	1998 T3 ^{a)}	1998 T4 ^{a)}	1999 T1 ^{a)}	1999 T2 ^{a)}
Zone euro	2,5	2,9	0,7	0,5	0,5	0,1	0,4	0,3
Belgique	3,0	2,9	0,1	1,6	0,1	-0,3	0,3	-
Allemagne	2,2	2,8	1,3	-0,5	0,8	0,3	-0,2	0,3
Espagne	3,5	3,8	0,9	0,7	1,1	0,6	0,9	-
France	2,3	3,2	0,8	0,8	0,3	0,7	0,3	-
Irlande	9,8	10,4	-	-	-	-	-	-
Italie	1,5	1,4	-0,5	0,3	0,6	-0,2	0,2	-
Luxembourg	4,7	5,7	-	-	-	-	-	-
Pays-Bas	3,6	3,8	0,9	0,7	0,5	1,1	0,6	-
Autriche	2,5	3,3	0,9	0,6	0,1	0,5	-	-
Portugal	3,7	3,9	1,1	1,2	-1,3	2,4	-	-
Finlande	5,5	4,7	1,7	0,9	1,1	0,9	-0,1	-
Union Européenne	2,7	2,8	0,7	0,5	0,6	0,2	0,4	0,4
Danemark	3,1	2,9	1,1	-0,8	2,4	-0,1	-0,4	-
Grèce	3,2	3,5	-	-	-	-	-	-
Suède	1,8	2,9	0,4	0,9	0,6	1,0	1,0	0,9
Grande-Bretagne	3,5	2,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,1	0,5
Etats-Unis	3,9	3,9	1,4	0,5	0,9	1,5	1,1	0,4
Japon	1,4	-2,8	-1,2	-0,7	-0,3	-0,8	2,0	0,2

Source: EUROSTAT (pour données trimestrielles), OCDE (pour données annuelles)

Notes: a) variation trimestrielle (en %) du P.I.B. réel ajustée pour variations saisonnières

b) variation annuelle (en %) du P.I.B. réel

dence limitée sur l'emploi total. En dépit de cette évolution relativement favorable de l'emploi, le taux de chômage n'a que très peu fléchi au cours du premier trimestre de cette année.

1.6. LE TAUX DE CHANGE DE L'EURO

La dépréciation qu'a connu l'euro depuis son introduction a été freinée depuis la mi-juillet suite aux anticipations plus favorables du marché sur l'évolution de l'activité économique au sein de la zone euro. Depuis fin juillet, l'euro fluctue dans une bande entre USD 1,03 et 1,08 par EUR pour coter aux alentours de USD 1,04 à la mi-septembre. L'évolution du taux de change de l'euro par rapport au dollar est influencée par les divergences de profil de croissance des États-Unis et de la zone

euro. D'autre part, l'euro a connu une dépréciation par rapport à la livre sterling jusqu'à la mi-avril, fluctuant depuis dans une bande entre GBP 0,64 et 0,67 par EUR. Par rapport au yen japonais finalement, l'euro a fluctué entre YEN 134 et 125 par EUR durant le premier semestre, se dépréciant depuis à la suite des anticipations du marché quant à une sortie proche de la récession économique au Japon. L'euro cotait autour de YEN 109 à la mi-septembre, niveau le plus bas depuis le lancement de la monnaie unique

1.7. LA BALANCE DES PAIEMENTS: TRANSACTIONS COURANTES

Au cours des six premiers mois de 1999, l'excédent cumulé du compte des transactions courantes a diminué de EUR 3,4 milliards par rapport à la période

correspondante de 1998, pour atteindre EUR 26,4 milliards. À l'origine de cette évolution se trouve une baisse substantielle de l'excédent des échanges de biens et services qui compense l'amélioration enregistrée au titre des revenus et transferts courants.

1.8. LA BALANCE DES PAIEMENTS: COMPTE FINANCIER

Au cours du premier semestre 1999, le compte financier a enregistré des sorties de EUR 33,9 milliards. Pour le seul mois de juin 1999, le solde négatif des entrées et sorties s'est élevé à EUR 10,6 milliards, principalement du fait de l'accroissement du déficit net des investissements de portefeuille et des investissements directs. Deux causes pour cette évolution sont avancées: d'une part, une anticipation des rendements orientés à la hausse sur le marché obligataire par les investisseurs étrangers, et d'autre part, une augmentation des investissements en dehors de la zone euro.

Tableau 2 Balance des paiements de la zone euro*

	Janv.-Juin 1999	Janv.-Juin 1998 ¹⁾
Compte de transactions courantes (a)	26,4	29,8
Biens	45,5	54,7
Services	-4,9	1,1
Revenus	0,1	-6,1
Transferts courants	-14,3	-19,9
Compte de capital (b)	3,9	5,9
Prêts nets au reste du monde (a) + (b)	30,3	35,7
Compte financier	-33,9	2,5
Investissements directs	-63,7	-25,9
Investissements de portefeuille	-91,5	-56,4
Produits financiers dérivés	-0,5	-3,8
Autres investissements	106,5	89,9
Avoirs de réserve	15,2	-1,2
Erreurs et omissions nettes	2,4	-38,2

Source: BCE

Note: *) données brutes en milliards d'euros, comparées avec des données en milliards d'écus pour 1998

1) Différence en valeur absolue par rapport à la période précédente

2. LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

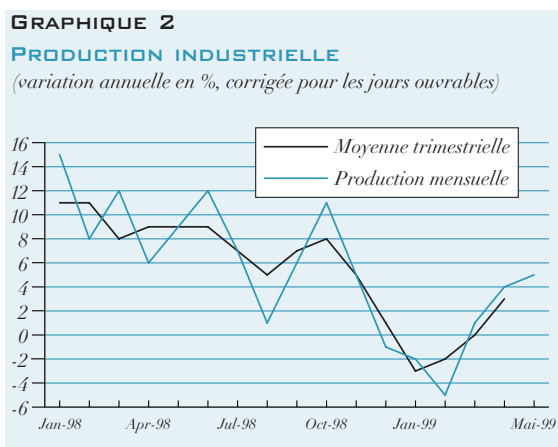
2.1. L'ÉCONOMIE RÉELLE

2.1.1. L'activité économique

La production

L'évolution du secteur de l'industrie

Un environnement international assez peu favorable avait causé, tout au long de l'année 1998, une décélération de la croissance de la production industrielle (voir Graphique 2), qui est surtout orientée à l'exportation.



Source: STATEC

Cette décélération a été la plus marquée tout à la fin de l'année écoulée et au début de l'année courante. Si la croissance en décembre n'a pas encore beaucoup fléchi par rapport au dernier mois de l'année 1997, les taux de variation de la production industrielle ont atteint des valeurs clairement négatives en janvier (-2,3%) et surtout en février (-4,3%). Ainsi, l'industrie luxembourgeoise a réalisé un taux de croissance de -2,2% au premier trimestre. Il convient cependant de se rappeler à cet égard que la période de comparaison, le premier trimestre 1998, avait été une période de forte activité de production.

L'arrêt du fléchissement de la production en mars et l'accélération de l'activité dans les deux mois suivants semble indiquer que l'industrie luxembourgeoise a parcouru sa période la plus faible au début de l'année et a ensuite pu bénéficier de la

légère reprise conjoncturelle observée au niveau international.

En effet, le degré d'utilisation de la capacité de production industrielle est estimé, par les entreprises interrogées, à 84% au premier trimestre et à 86% au deuxième trimestre 1999 (après 85% au dernier trimestre de l'année 1998).

L'évolution n'est pas la même dans les différentes branches du secteur industriel. La branche des biens d'investissement a suivi une évolution similaire à celle du secteur entier, mais aussi bien la diminution de la production dans le premier trimestre (-3,2%) que son augmentation entre les mois de mars et mai (+15,8% et +9,0%) ont été plus marquées. Parmi les branches observées, celle des produits intermédiaires a connu l'évolution la moins favorable au premier trimestre (-3,8%), mais sa reprise a ensuite été plus dynamique (+5,4% et +7,6%) que celle de la moyenne des branches du secteur.

Par contre, la branche des biens énergétiques a suivi une évolution opposée. Sa production a augmenté tout au long du premier trimestre (+4,0%) mais a ensuite diminué, et ceci à un moment auquel le secteur entier semble avoir réalisé le retournement conjoncturel suite à l'évolution désormais plus favorable de l'environnement international.

La branche des biens de consommation non durables n'a pas non plus profité de la reprise observée dans le secteur en général. Le taux de croissance n'étant devenu négatif qu'en février (-6,4%), la production, jusqu'au dernier mois observé, continue de baisser en glissement annuel (-2,3% en mai).

Au total, la production s'est donc stabilisée et a regagné de la dynamique, soutenue par une certaine amélioration de la conjoncture qui est en train de se faire sentir au niveau de la zone euro.

Dans ce contexte, on note que l'appréciation du carnet de commandes total s'est poursuivie en avril ainsi qu'au cours du mois de juin; l'apprécia-

tion du carnet de commandes étrangères a, pour la première fois depuis une année, dépassé celle du carnet de commandes totales. D'autre part, jusqu'au mois de juin, les réponses des entreprises interrogées n'ont pas donné d'image claire ni en ce qui concerne les estimations de la production au cours des prochains mois, ni en ce qui concerne l'appréciation des stocks de produits finis.

Il convient donc de rester prudent dans l'interprétation de l'évolution - positive - de la production dans le passé récent, bien que les signes soient plus prometteurs qu'ils ne l'étaient au début de l'année.

L'évolution du secteur de la construction

Le chiffre d'affaires a, par rapport à la même période de l'année précédente, augmenté de plus de 4,8% au premier trimestre. Ceci constitue la 5^e augmentation consécutive, ce qui est un signe clair que le secteur a été et reste dynamique.

L'augmentation de la production par jour ouvrable a été modérée au premier trimestre (+2,2%), mais il ne faut pas perdre de vue que ce taux de croissance se rapporte à un premier trimestre 1998 marqué par une activité très élevée dans le secteur (+8,5%).

L'indicateur de confiance dans le secteur de la construction semble confirmer cette observation. Il n'a pas suivi, en 1999, la tendance à la hausse qu'il avait suivie depuis le début de l'année 1997, mais semble se stabiliser à un niveau élevé et comparable à celui de l'année écoulée.

La consommation

Le niveau de consommation apparaît assez élevé. Le commerce de détail a progressé, pendant le premier trimestre, de 3,1% (en volume) et de 4,3% (en valeur). Le nombre d'immatriculations de nouvelles voitures particulières, un autre indicateur significatif de l'évolution de la consommation, a fortement augmenté (+23%) au premier trimestre, avant de chuter à -1% en avril. Compte

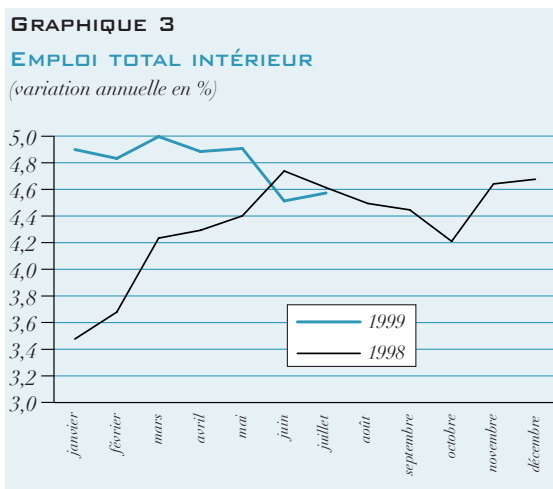
tenu d'une reprise de la croissance dans les mois suivants (+9% en mai, +23,2% en juin), le taux de variation annuel du deuxième trimestre reste considérable et atteint les 8,8%. Afin d'évaluer au mieux le niveau de la consommation domestique, il faut ajuster ces chiffres pour les (ré)exportations de voitures. Cependant, bien qu'on sache que quelque 6,4% de tous les véhicules nouvellement immatriculés sont exportés endéans trois mois, le nombre exact de véhicules particuliers exportés n'est pour le moment pas encore publié.

2.1.2. Le marché du travail

La forte croissance de l'emploi en 1999

En 1998, l'emploi avait connu une évolution beaucoup plus dynamique qu'au cours des deux années précédentes. La croissance de l'emploi total intérieur a été supérieure à 4,3%, alors que pour les années précédentes, le taux de croissance avait été de 2,7% (en 1996) et de 3,2% (en 1997).

Pendant le premier semestre de l'année courante, la création nette d'emplois s'est poursuivie à un rythme dépassant même celui de la seconde moitié de 1998. Ce dernier avait lui-même constitué une accélération par rapport au premier semestre de l'année écoulée (voir Graphique 3).



Source: STATEC

Ainsi, l'emploi total intérieur atteint dans les six premiers mois de l'année 1999 un chiffre record de quelques 244 000 personnes. Par rapport à la même période de l'année écoulée, ceci constitue une accélération de la croissance à presque 4,9% en variation annuelle. Cette croissance correspond à quelque 11 300 emplois (nets) nouveaux. Il convient de noter que les chiffres de l'emploi plus récents que ceux du mois d'avril 1999 sont des estimations qui peuvent encore être sujettes à modification.

Comme en 1998, on doit s'attendre à ce que cette évolution de l'emploi, telle que décrite ci-dessus, soit accompagnée d'une augmentation significative de la production et que, par conséquent, la croissance du produit intérieur brut en 1999 devrait être considérable.

Le recul du taux des indépendants

La croissance de l'emploi est presque exclusivement due à la progression de l'emploi salarié.

Le nombre des indépendants, de l'autre côté, n'évolue que faiblement. Leur nombre, au deuxième trimestre, n'a augmenté que de 0,8% environ et se situe, en juin, légèrement en dessous de 17 000.

Par conséquent, le poids des indépendants dans l'économie ne cesse de baisser. Ils ne représentent actuellement, plus qu'environ 6,8% de l'emploi total intérieur, après 8,9% en 1990 et 7,5% en 1996.

L'importance des frontaliers

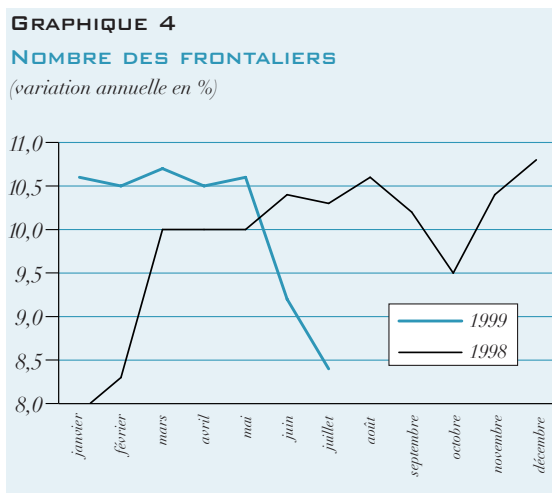
Caractéristique de l'économie luxembourgeoise, les frontaliers bénéficient en majeure partie de l'accroissement des chiffres de l'emploi. À présent, les frontaliers représentent 31% des employés, mais ils occupent environ deux tiers des nouveaux emplois (nets) créés, de sorte que leur poids devient de plus en plus important. Ainsi, au début du premier trimestre de l'année 1998, leur part était encore de 29% de l'emploi total.

Ceci est d'abord dû au fait que le niveau peu élevé du chômage ne permet pas de satisfaire à la demande croissante sur le marché du travail par

l'offre résidente. Dans ce contexte, on constate en plus que le profil de qualification des non-résidents correspond apparemment souvent mieux aux exigences des employeurs que celui des demandeurs d'emploi résidents. Les taux de chômage plus élevés dans les régions trans-frontalières ainsi que les différences significatives des salaires nets favorisent bien sûr la croissance du nombre des frontaliers.

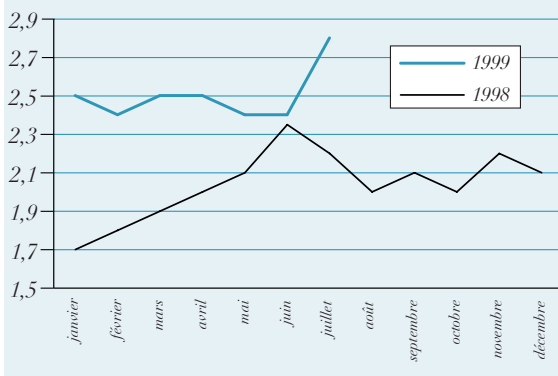
Le nombre de frontaliers a continué, au premier trimestre 1999, d'augmenter à un rythme comparable à celui de la deuxième moitié de l'année 1998 (voir Graphique 4), ce qui implique une progression de leur nombre de plus de 10% par rapport au premier trimestre 1998. Actuellement, presque 78 000 frontaliers viennent travailler chaque jour au Luxembourg. Même si la diminution (estimée) de la croissance du nombre des frontaliers à partir du mois de juin devait se confirmer dans les mois à venir, le taux de variation resterait considérable.

De l'autre côté, l'emploi national, qui ne prend en compte que l'emploi des résidents (y compris les fonctionnaires internationaux), progresse plus lentement. Au moins dans la première moitié de 1999, cette progression est aussi moins volatile. Pourtant, la croissance est plus rapide au premier semestre 1999 qu'une année auparavant. À la fin du deuxième trimestre, le nombre de résidents exerçant une activité professionnelle est de presque 179 000 personnes.



Source: STATEC

GRAPHIQUE 5
EMPLOI NATIONAL
(variation annuelle en %)



Source: STATEC

Le chômage

Depuis le début de l'année, le taux de chômage a, en général, suivi le même mouvement saisonnier que celui observé pendant les deux années précédentes (voir Graphique 6). En moyenne du premier semestre, le nombre de demandes d'emploi non satisfaites (DENS) inscrites à l'ADEM est de 5 520 personnes.

Néanmoins, on peut constater que pour chaque mois de l'année courante, le taux de chômage est inférieur à celui des années 1997 et 1998. En effet, lorsqu'on ajuste le taux de chômage pour les

GRAPHIQUE 6
L'ÉVOLUTION DU CHÔMAGE
(nouvelle définition)



Source: STATEC

variations saisonnières, nous constatons qu'il atteint, pour le premier semestre de l'année courante, une valeur moyenne de 3,0%, tandis que la valeur du taux avait été de 3,1% en moyenne pour l'année 1998 (1997: 3,3%). Il y a donc lieu de constater un recul réel du chômage tel qu'il est mesuré en employant la «nouvelle» définition en vigueur depuis le 1^{er} janvier 1998.

En effet, avant cette date les personnes qui bénéficiaient d'une des mesures pour l'emploi de l'ADEM, étaient comprises dans le nombre des demandes d'emploi non satisfaites. Elles étaient additionnées aux demandeurs d'emploi au sens

GRAPHIQUE 7
L'ÉVOLUTION DU CHÔMAGE
(ancienne définition)



Source: STATEC

«strict» qui sont sans emploi et qui ne bénéficient pas d'une telle mesure. Ce taux de chômage «élargi» permet d'avoir une information supplémentaire sur l'évolution du nombre de personnes à la recherche d'un emploi (voir Graphique 7).

Ainsi, on constate qu'à la suite de la décision de ne plus compter parmi les DENS (Demandes d'emploi non satisfaites) les personnes bénéficiant d'une mesure accordée par l'ADEM, et que, suite à un accroissement progressif du nombre des mesures jusqu'au mois de mai 1998, les deux taux de chômage divergent d'environ 1%.

Bien que le nombre de mesures ait été relativement stable à partir du deuxième trimestre 1998, la nouvelle législation relative au Plan d'action national pour l'emploi (PAN), dans le cadre de laquelle un certain nombre de mesures nouvelles ont été définies, pourrait mener à une divergence accrue entre les deux mesures différentes du chômage.

Le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) inscrites à l'ADEM a été de 1785 au deuxième trimestre. Cette offre d'emploi est plus importante que celle des 5 trimestres précédents.

2.1.3. Les prix à la consommation

La stabilité continue des prix

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), servant de critère à la mesure de l'inflation s'est établi en août à 103,88; soit une croissance annuelle par rapport à août 1998 de 1,31%. Le mois de juillet a été marqué par les soldes, qui ont fait chuter l'indice à 102,21.

La variation annuelle de l'IPCH est orientée à la hausse depuis février suite, principalement, à la fin de la chute des cours mondiaux du pétrole. Alors que le baril de Brent cotait USD 9,8 en décembre 1998, son prix est monté à plus de USD 23 au cours des derniers jours. Cette reprise du prix du pétrole aura des conséquences sur l'IPCH, mais ne mettra cependant pas en danger à lui seul la stabilité des prix.

Tous les salaires, pensions et autres revenus qui font partie du système d'indexation légale ont été augmentés de 2,5% en août. Ce mécanisme automatique ne devrait pas entraîner une pression additionnelle sur les prix, puisqu'elle a été anticipée et prise en considération dans le processus de négociation des salaires entre les partenaires sociaux. Par ailleurs, compte tenu du climat de faible évolution des prix, il est fortement improbable qu'on assiste à une spirale inflationniste prix-salaires dans les mois à venir.

Depuis le début de l'année, l'indice a connu deux

mois consécutifs de hausses mensuelles significatives, respectivement en avril et en mai. La hausse mensuelle de l'indice s'est située à 0,48% en avril, soit 0,49 point indiciaire, principalement en raison de la hausse des contributions sociales sur les carburants de LUF 1 au 12 mars 1999 (voir plus loin). L'indice étant mesuré au premier de chaque mois, cette hausse ne s'était pas reflétée dans l'indice du mois de mars. Le prix de l'essence, qui est pondéré à 22,5‰ dans l'indice, a connu alors une hausse de 0,17 point d'indice. Outre la hausse des prix administrés des combustibles, la progression a été accentuée par le fait qu'en avril 1998 l'indice avait connu une forte baisse.

L'indice du mois de juin ne comporte pas de surprise: les prix pétroliers continuent à jouer à la hausse, alors que la libéralisation des marchés des télécommunications continue à contenir cette hausse. En ce qui concerne l'indice de juillet, celui-ci a été fortement influencé par les soldes.

L'effet des soldes

Suite à une demande de la Commission européenne et de la Banque centrale européenne, le STATEC inclut depuis cette année l'effet des soldes dans son calcul de l'indice des prix. En effet, cette adaptation rend les indices des prix comparables entre les différents pays de la zone euro et permet une agrégation plus homogène de l'indice des prix pour l'Union européenne, respectivement pour la zone euro.

Comme les soldes n'étaient pas pris en compte au cours de l'année 1998, lorsqu'on calcule des taux de croissance annuels pour l'indice des prix pour les mois de janvier et juillet 1999, on constate une forte chute de ces derniers. Par exemple, le taux de croissance annuel de l'indice pour le mois de janvier 1999, qui est la variation de l'indice du mois de janvier 1999 (incluant l'effet des soldes et donc relativement bas) par rapport à celui de janvier 1998 (sans l'effet soldes), enregistre une chute technique de 0,95%. Cette innovation va donc

avoir un effet à la baisse sur l'indice des prix luxembourgeois pour les mois où les soldes ont lieu: janvier et juillet. Cela a notamment eu un effet sur la date de l'échéance de l'application de l'indexation des salaires. Cet effet sur les taux de croissance annuels disparaîtra en 2000.

Cette innovation rend dorénavant possible le suivi de l'évolution des prix pendant les périodes des soldes d'une année à l'autre. Ainsi on a pu constater que les soldes de juillet ont été cette année moins généreux que ceux de janvier: les biens touchés par les soldes, à savoir les biens de consommation industriels non énergétiques, ont chuté de 3,95% en janvier et de 3,25% en juillet.

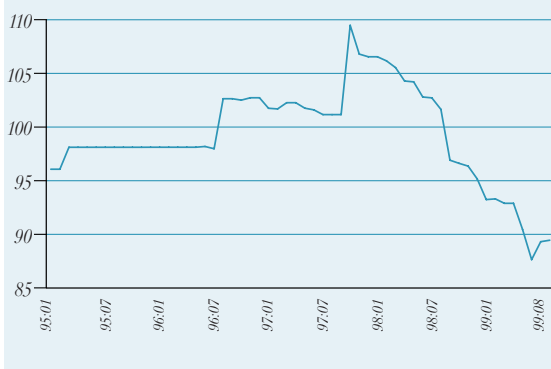
La libéralisation du marché des télécommunications

Outre l'amélioration de la qualité des services depuis plusieurs mois, on assiste également à des baisses importantes des prix des communications et des biens liés à ce marché, tels les téléphones. Cette évolution est principalement le fruit de la libéralisation du marché. L'évolution du sous indice «Services et équipements de téléphone et télégraphe» est dès lors très significative en la matière.

Le marché des télécommunications est l'exemple type d'un marché monopolistique dans lequel l'Etat doit intervenir pour rétablir un environnement concurrentiel. Il y a essentiellement deux raisons à cela:

- Des coûts fixes constituant une barrière à l'entrée: pour devenir un acteur de l'offre de ce marché il faut procéder à un investissement de départ considérable. L'infrastructure pour entrer dans ce marché est telle qu'il n'est souvent plus possible à un deuxième acteur d'y être présent de manière rentable.
- Des coûts marginaux proches de zéro: les coûts d'exploitation sont très faibles. L'offreur peut, une fois son investissement de départ amorti, dégager une rente monopolistique importante.

GRAPHIQUE 8
ÉVOLUTION DES PRIX DES SERVICES ET ÉQUIPEMENTS DE TÉLÉPHONE ET TÉLÉGRAPHE



Source: STATEC

Dans sa volonté de parvenir à un marché intérieur unique, le Conseil des Communautés européennes a adopté deux voies pour la libéralisation de ce marché en enlevant les entraves à:

- l'utilisation des réseaux publics de télécommunications et/ou des services publics de télécommunications à l'intérieur des États membres et entre ceux-ci, par un système dit de «lignes louées». Cette mesure permet de lever la barrière à l'entrée.
- la prestation de services par des sociétés ou personnes physiques établies dans un État membre autre que celui de la société ou personne physique destinataire de ces services. Cette mesure vise à diminuer les marges bénéficiaires et donc à rapprocher les prix des coûts marginaux.

Pour la mise en place de cette libéralisation, les États membres ont créé des autorités régulatrices, autrement dit, des autorités «de surveillance». Le but final était l'ouverture du marché des télécommunications à la concurrence au 1^{er} janvier 1998. Un délai supplémentaire de six mois avait été accordé au Luxembourg. En juin 1997, on assistait à la naissance de l'Institut Luxembourgeois des Télécommunications (ILT) «administrativement et

¹ Selon l'Office européen des télécommunications (OET). Cependant le nouvel entrant peut demander une licence, ce qui relève du 4^e régime.

financièrement indépendant», mais toujours sous la tutelle du Ministre des communications. La mission de l'ILT consiste à veiller à ce que le secteur des télécommunications du Grand-Duché de Luxembourg soit ouvert à la concurrence, que la concurrence y soit réelle et équitable et que tous les consommateurs aient accès aux services de télécommunications à des conditions raisonnables.

Il y a actuellement quatre régimes différents en Europe:

- le régime libre: pas d'action du nouvel offreur de services;
- le régime par classe: pas d'action du nouvel offreur de services à l'entrée, mais nécessité de remettre des rapports réguliers une fois qu'il est dans le marché;
- le régime de déclaration: le nouvel offreur doit soumettre un dossier à l'autorité de contrôle, qui peut refuser son entrée dans le marché;
- le régime de licence: le nouvel offreur doit recevoir une licence individuelle.

Avec la loi du 31 mars 1997, le Luxembourg est passé d'un régime libre, dans lequel la probabilité d'avoir un nouvel entrant à côté de P&T Luxembourg était nulle en raison des barrières à l'entrée, à un régime de déclaration¹ avec obligation des P&T de louer les lignes (offre d'interconnexion). Ainsi, l'exploitation des techniques de télécommunication est aujourd'hui soumise, soit à:

- une autorisation générale (déclaration de service), qui n'oblige pas l'entreprise concernée à obtenir une décision explicite de l'ILT avant d'exercer les droits découlant de cette autorisation; soit à
- une licence individuelle, qui est une autorisation préalable accordée par le ministre, conférant des droits spécifiques à une entreprise et/ou soumettant ses activités à des obligations spécifiques.

L'obstacle que constituait l'acquisition de l'infrastructure, a été supprimée par l'obligation qu'a l'Entreprise des P&T de permettre et faciliter l'in-

terconnexion de son réseau avec d'autres réseaux ou services de télécommunications et de répondre à toutes les demandes «raisonnables» d'interconnexion. Pour éviter que la rente monopolistique ne subsiste, l'ILT a pour mission de vérifier si tous les tarifs des services d'interconnexion offerts par l'Entreprise des P&T, rémunèrent l'usage effectif du réseau de transport et de desserte et reflètent les coûts correspondants.

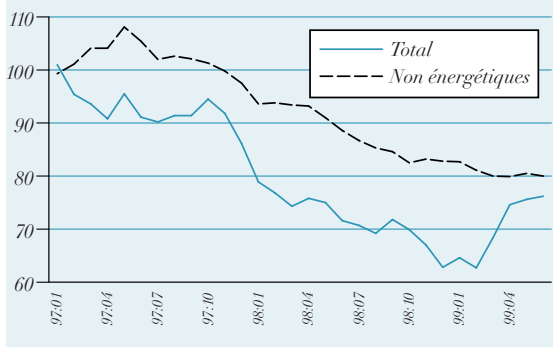
La hausse des contributions sur l'essence du mois de mars

L'indice harmonisé est calculé depuis janvier 1997 et il a été estimé rétroactivement jusqu'en janvier 1995. Pour des raisons de simplicité, le gouvernement luxembourgeois a décidé de n'établir qu'un seul indice à partir de janvier 1997, basé sur la méthodologie harmonisée au niveau européen. A partir de cette date, l'indice national, base 100 au 1^{er} janvier 1948, est obtenu par multiplication de l'IPCH, base 100 en 1996, avec le facteur de raccord 5,72776. C'est cet indice national qui sert de base au calcul de l'échelle mobile des salaires. Le Comité de l'indice des prix à la consommation, qui approuve chaque mois le calcul de l'indice, se garde cependant le droit d'intervenir de manière discrétionnaire dans le calcul de l'indice national des prix et ce notamment en vertu de l'article 11 de la loi modifiée du 22 juin 1963 fixant le régime des traitements des fonctionnaires de l'État et de l'article 1^{er} de la loi du 27 mai 1975 portant généralisation de l'échelle mobile des salaires et traitements. Cette prérogative ne lui est pas permise dans le calcul de l'indice harmonisé, qui, lui, doit être établi selon des règles relevant du droit européen. Dès lors des divergences peuvent survenir entre les deux indices.

Dans le calcul de l'indice national du mois d'avril il ne fut pas procédé à un simple raccordement de l'indice harmonisé, mais le relèvement des contributions sociales sur les carburants fut neutralisé. En variation annuelle, l'indice national progresse de 1,187% alors que l'indice harmonisé progresse de

GRAPHIQUE 9

ÉVOLUTION DES PRIX DES SERVICES ET ÉQUIPEMENTS DE TÉLÉPHONE ET TÉLÉGRAPHE



Source: STATEC

1,275%. Dorénavant il y aura un décalage de niveau entre les variations annuelles des deux indices, qui durera 12 mois si aucune autre intervention n'est faite lors du raccordement de l'indice national.

2.1.4. Les autres prix et coûts

L'indice des prix à la production de l'ensemble des biens industriels a continué sa descente en début d'année. Le taux de variation annuelle pour le mois de juin, comparé au même mois de l'année précédente, atteint -5,38%.

Les prix industriels sont très sensibles aux prix des matières premières. Ces derniers se sont redressés depuis le début de l'année, en restant toutefois inférieurs à ce qu'ils étaient pour les quatre premiers mois de 1998. La tendance s'est inversée en mai 1999 lorsque les matières premières étaient plus chères à raison de 0,80% par rapport à mai 1998, cela principalement en raison de la hausse des matières premières énergétiques: le pétrole (en USD) a connu des augmentations mensuelles de plus de 20% en mars et en avril, et une variation annuelle de +30% en juin 1999 (par rapport à juin 1998).

On peut s'attendre à ce que les prix à la production des produits industriels réagissent avec un

certain décalage à la hausse des prix des matières premières. Il y a deux autres éléments qui poussent à la hausse les prix des produits industriels pour les prochains mois. Le premier est interne et concerne l'indexation des salaires. Le deuxième concerne la reprise économique de l'activité industrielle et provient à la fois du contexte international et national.

Les produits industriels sont classés en trois catégories: biens destinés à la consommation, à l'équipement et biens intermédiaires. Ce sont essentiellement les prix de ces derniers qui chutent et ils sont pondérés à 2/3 dans l'indice général. Les prix des biens de consommation se sont redressés en début d'année, mais restent toujours inférieurs à leur niveau de la même période en 1998 (variation annuelle de -1,52% en avril). Les prix des biens d'équipement qui se sont tassés depuis la mi-1998, n'ont diminué en variation annuelle qu'à partir du début de cette année.

Que les biens soient exportés ou destinés au marché intérieur, leurs prix ont continué à baisser en début d'année. Pour ce qui est des tendances par marché, on constate que les produits sidérurgiques et ferro-alliages, qui comptent pour 263,2‰ de l'ensemble des produits, perdent le plus en valeur: -15,0% en juin 1999 par rapport à avril 1998. Les autres produits sidérurgiques subissent également de fortes baisses annuelles: métaux non ferreux et produits de fonderie (-10,0% en juin 1999 par rapport au même mois de 1998; pondérés à 40,2‰) et les ouvrages en métaux (-11,9%; 124,7%). Ce secteur subit une forte concurrence des pays de l'Est de l'Europe ainsi que des pays asiatiques.

De manière générale, le phénomène mondial de baisse des prix à la production met à l'épreuve le secteur secondaire. Les analystes nationaux concluent que l'industrie luxembourgeoise réagit de manière efficace aux pressions engendrées par cette baisse des prix et que celles-ci sont amorties sans heurt.

2.2. LE SECTEUR FINANCIER

2.2.1. Le bilan agrégé des institutions financières monétaires

Depuis septembre 1997, la Banque centrale du Luxembourg établit sur base mensuelle le bilan des institutions financières monétaires luxembourgeoises (IFM), qui est obtenu par agrégation des bilans des banques et des OPC monétaires.

La population des IFM luxembourgeoises se compose actuellement de 209 établissements de crédit et plus de 400 OPC monétaires. Cette disproportion dans la composition de la population des IFM luxembourgeoises ne se reflète pas au niveau des parts relatives que prennent ces deux sous-groupes d'IFM dans le bilan agrégé.

L'analyse du bilan agrégé des IFM (Tableau 2.2) fait ressortir que la part relative des établissements de crédit est prépondérante par rapport à celles des OPC monétaires. En date du 31 juillet 1999, les 209 établissements représentaient près de 94% de la somme de bilan agrégée alors que plus de 400 OPC monétaires représentaient quelque 6%.

La somme de bilan des IFM a fait état d'une croissance relativement stable depuis septembre 1997, caractérisée toutefois par une baisse importante en décembre 1998. Cette baisse au cours du mois de décembre 1998 peut cependant s'expliquer par une réduction considérable de la somme de bilan des établissements de crédit opérée principalement via les actifs et passifs interbancaires. Cette pratique du «window dressing» est souvent appliquée par les banques afin de réduire leur somme de bilan en fin d'année et ainsi augmenter des indicateurs de performance tel que le «return on assets». Depuis janvier 1999 la somme de bilan est de nouveau en hausse et a atteint au 31 juillet 1999 un seuil supérieur à celui observé en novembre 1998.

Alors que la réduction de la somme de bilan a principalement été opérée à travers les actifs et passifs interbancaires, la reprise passe également par ces postes mais au niveau de l'actif elle se fait également ressentir par des investissements plus importants dans le portefeuille-titres autres que les actions.

A l'actif la hausse des créances sur les autres résidents de la zone euro, observée au cours des années 1998 et 1999, est certainement due à des taux d'intérêt historiquement bas qui favorisent la demande de crédit de la part des entreprises et des particuliers. Le niveau des taux d'intérêt favorable aux investissements explique également le montant élevé des crédits nouvellement accordés par les établissements de crédit en vue du financement d'immeubles situés au Luxembourg. La réalisation de projets immobiliers est attrayante, d'une part pour les investisseurs, mais également pour les particuliers qui peuvent financer leurs projets immobiliers à des taux très intéressants de l'ordre de 5%. Le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas implique néanmoins également des marges de plus en plus faibles sur l'activité des crédits et stimule les investissements au niveau des titres. Ainsi, le poste titres autres que des actions s'est accru de manière substantielle au cours des 18 derniers mois. Cette hausse est à voir en relation avec le volume élevé des nouvelles émissions de titres dans lesquelles les titres libellés en euro ont pris une part importante tout au long du premier semestre de l'exercice en cours. Le portefeuille-titres autres que des actions regroupe principalement des titres émis par des IFM et des administrations publiques.

Au passif, le refinancement interbancaire reprend quelque peu en importance, mais le fait le plus marquant est certainement la baisse des dépôts de la clientèle. Celle-ci est évidemment la réaction aux taux d'intérêt historiquement bas observés au cours des derniers mois, ainsi qu'aux possibilités de rendements plus élevés qu'offrent les marchés des

titres. La clientèle, de plus en plus sophistiquée et bien informée, est évidemment à la recherche des rendements les plus attrayants et s'intéresse désormais de plus en plus aux alternatives à l'épargne bancaire classique. La baisse des dépôts bancaires doit par conséquent être vue en parallèle avec le développement rapide des organismes de placement collectif dont la valeur nette d'inventaire était de EUR 595,3 milliards au 30 juin 1999. Au cours des quatre premiers mois de l'année en cours, la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois affiche en effet des taux de croissance annuels de l'ordre de 20% et plus. L'investissement net en capital dans les OPC luxembourgeois étant de EUR 73,1 milliards depuis le 31 décembre 1998, leur impact dans le retrait des fonds déposés auprès des banques ne peut pas être ignoré.

Finalement, on notera un accroissement régulier des actifs et passifs envers des non-résidents de la zone euro.

L'introduction d'un système de réserves obligatoires auquel sont assujettis tous les établissements de crédit luxembourgeois ressort particulièrement au niveau du tableau 3.4 «Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois». Le poste «Caisse et avoirs à terme» de ce tableau inclut les montants de réserve que les établissements de crédit doivent maintenir auprès de la Banque centrale du Luxembourg. Cela explique l'accroissement soudain de ce poste entre décembre 1998 et janvier 1999 c'est-à-dire au moment de l'introduction du système de réserves obligatoires. Ainsi, le poste «Caisse et avoirs à terme» a augmenté de quelque EUR 6 milliards, soit le montant global de l'exigence de réserve au Luxembourg, alors que le poste «Créances sur les établissements» a baissé du montant correspondant.

2.2.2. L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Le développement des activités sur la place financière luxembourgeoise produit également des effets positifs au niveau de l'emploi dans le secteur financier.

Au 30 juin 1999, l'emploi dans le secteur financier s'élevait à 23 098 unités, ce qui représente une progression de 361 unités (+1,44%) par rapport au 30 mars 1999 et 1 428 unités (+6,59%) par rapport à la même date de l'année précédente. L'emploi dans le secteur financier représente désormais 10,1% de l'emploi total au Luxembourg contre 9,6% au 30 juin 1998.

Cet aspect positif du développement de l'emploi dans le secteur financier est nuancé par un recul constant de la part relative des luxembourgeois dans l'emploi total. La répartition entre luxembourgeois et étrangers continue à évoluer en défaveur des luxembourgeois qui ne représentent plus que 35,7% de l'emploi dans le secteur financier contre 38,0% au 30 juin 1998. Au cours du dernier trimestre on remarque un recul du nombre de luxembourgeois employés dans le secteur financier de 26 unités alors que les étrangers ont vu leur nombre augmenter de 387 unités.

L'augmentation de l'emploi de 1 278 unités (6,7%) dans les établissements de crédit entre le 30 juin 1998 et la même date de l'année en cours est d'autant plus réjouissante que le nombre des établissements de crédit a diminué de 5 unités au cours de la période de référence. Les éventuelles réductions des effectifs à la suite des fusions intervenues dans ce secteur au cours des douze derniers mois ont par conséquent largement été compensées par des engagements nouveaux.

En ce qui concerne les autres professionnels du secteur financier le taux de croissance de l'emploi a été de 6,0% (150 unités) entre le 30 juin 1998 et la même date de l'année en cours.

2.2.3. L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Après une année exceptionnelle, les établissements de crédit luxembourgeois semblent avoir réussi un premier semestre 1999 très prometteur.

Les résultats sur intérêts

La baisse en termes bruts des intérêts perçus et bonifiés en glissement annuel, déjà observée au 30 mars 1999, s'est maintenue également au cours du deuxième trimestre de l'année en cours. Néanmoins, la baisse des intérêts bonifiés est supérieure à celle des intérêts perçus; face à une baisse de 7,6% des intérêts bonifiés on retrouve une baisse de 6,6% seulement des intérêts perçus. Ainsi, les banques luxembourgeoises ont su tirer profit de la baisse du niveau des taux d'intérêt pour se refinancer à des conditions plus avantageuses tout en limitant la baisse de leurs recettes sous forme d'intérêts. La marge sur intérêts s'est accrue de 3,64% par rapport au 30 juin 1998.

Les résultats hors intérêts

Pour ce qui est des résultats hors intérêts, on notera principalement une hausse des revenus nets provenant de la réalisation de titres. Ce bon résultat s'explique aisément par les opportunités existant actuellement sur les marchés boursiers mais il ne devrait cependant pas cacher le poids relativement limité (8,7%) du résultat sur titres par rapport au résultat brut total.

Le résultat sur opérations de change évolue également d'une manière positive et est même supérieur au niveau atteint le 30 juin 1998. Cette évolution positive est de nature à démontrer que les banques luxembourgeoises ont su compenser les manques à gagner dus à l'introduction de la monnaie unique en étendant leurs activités sur des unités monétaires autres que celles des pays de la zone euro, essentiellement le USD, le JPY mais également le CHF et la DKK.

Le résultat sur commissions quant à lui continue à constituer la principale source de revenus hors intérêts malgré un taux de croissance largement inférieur à celui observé au cours de l'année 1998. Ce taux de croissance annuel est de 11,1% au 30 juin 1999, alors qu'en date du 30 juin 1998 il était de plus de 24% en glissement annuel. Toutefois, le solde sur commissions gagne quelque peu en

importance relative dans le total du résultat brut et représente désormais 33,7% de ce dernier.

Finalement, on notera particulièrement la baisse importante des résultats sur divers. Dans ce contexte, il y a lieu de rappeler que l'année 1998 était caractérisée par des réalisations de plus-values importantes sur des titres de participation (cfr. également rapport annuel de la BCL) et que le résultat net sur divers atteint en 1998 était par conséquent tout à fait exceptionnel.

En raison notamment de l'importance exceptionnelle des revenus nets sur divers au cours de l'année 1998, la marge sur intérêts ne représentait que 45% du résultat brut. Au cours de l'année 1999 le poids relatif de la marge sur intérêts est néanmoins revenu au niveau «normal»; bien que l'importance relative du résultat sur intérêts soit en décroissance depuis quelques années, son niveau s'est néanmoins rétabli autour de 51% au cours des deux premiers trimestres de l'année en cours.

Les frais

Au 30 juin 1999, les frais de personnel montrent un accroissement de quelque 8% en glissement annuel ce qui peut être considéré comme normal compte tenu de la hausse considérable de l'emploi dans le secteur bancaire. Dans ce contexte on notera également que certaines banques appliquent la convention collective du 29 avril 1999.

L'augmentation des frais d'exploitation, hors frais de personnel, qui est 18% en glissement annuel, est à mettre en relation avec des investissements au niveau informatique (an 2000) et d'autre part par des équipements supplémentaires, indispensables en raison de l'accroissement de l'effectif.

2.3. LE COMMERCE EXTÉRIEUR ET LA BALANCE DES PAIEMENTS COURANTS DU LUXEMBOURG

Au terme des trois premiers mois de l'année sous revue, le compte courant du Luxembourg s'est sol-

dé par un surplus de EUR 412 millions en retrait de 36% par rapport à la période correspondante de 1998. Cette forte contraction s'est produite à la suite d'un accroissement de 55% du déficit de la balance commerciale imputable à la fois à une hausse des importations de 2,9% et à une baisse des exportations de 4,1%.

Les biens

Suivant les statistiques du commerce extérieur, les exportations d'articles manufacturés en métaux communs ont fortement contribué à l'augmentation du déficit du solde de la balance commerciale en diminuant de 18,9% du premier trimestre 1999 au premier trimestre 1998. Cette tendance s'est confirmée pendant les mois de mai et juin 1999 où les exportations ont encore diminué de 14,1%, respectivement 18,8% par rapport aux mois correspondants de l'année antérieure.

Les exportations de machines et d'équipements ont de même diminué de 3,8%, atteignant EUR 566 millions sur les cinq premiers mois de 1999. Après un début d'année difficile, ce secteur commence à se rétablir et les mois de mars et avril 1999 ont vu des taux d'accroissement positifs par rapport aux mois identiques de 1998.

Les premiers mois de 1999 ont vu s'accroître de façon notable les importations de moyens de transport qui ont atteint un total de EUR 726 millions jusqu'en mai, soit une hausse de 57,1% par rapport aux cinq premiers mois de 1998.

Les services

Le surplus réalisé au niveau de la composante des services permet d'équilibrer le solde courant. Ce surplus a enregistré une légère augmentation de 3,4% sur la période de référence pour atteindre EUR 818 millions. Les services financiers restent de loin l'activité la plus importante avec un solde de EUR 588 millions en hausse de 6,5% par rapport au premier trimestre 1998. Le solde des services d'assurances a diminué de EUR 3 millions à EUR 40 millions.

Le surplus des services de communication a augmenté du premier trimestre 1998 au premier trimestre 1999 de 19,4% pour atteindre EUR 186 millions. Comme pour le premier trimestre 1998, les importations de services de communication sont minimales avec seulement EUR 12 millions au premier trimestre 1999. Sur la même période, les exportations de services de communication se sont élevées à quelques EUR 199 millions.

Les revenus

Les revenus nets de facteurs de production perçus par le Luxembourg en provenance du reste du monde se sont élevés à EUR 213 millions pendant les trois premiers mois de 1999, en baisse de 32,5% par rapport au premier trimestre 1998.

Au cours de cette période, les rémunérations payées à des non-résidents ont accru de 10,8% par rapport à 1998 pour atteindre EUR 555 millions. L'excédent des revenus d'investissement s'est élevé sur la même période à EUR 617 millions, en baisse de 8,0% par rapport au premier trimestre 1998.

2.4. LES FINANCES PUBLIQUES

Le nouveau gouvernement, composé du parti chrétien social (PCS) et du parti démocratique (PD), a présenté les données clefs du projet de budget pour l'année 2000, déposé à la Chambre des députés à la mi-septembre. D'après ce projet, EUR 4,71 milliards de recettes totales seront opposées à EUR 4,70 milliards de dépenses et engendreront ainsi un excédent de EUR 10 millions. En comparant ce projet avec le budget définitif de 1999, on constate une croissance des recettes totales de 5,50% ainsi qu'une croissance des dépenses totales de 5,45%.

Dans ces totaux sont compris EUR 4,70 milliards de recettes ordinaires qui augmentent de 5,51% et EUR 4,28 milliards de dépenses ordinaires qui s'accroissent de 5,36%.

Tableau 3

<i>en EUR milliards</i>	<i>1999 Budget définitif</i>	<i>2000 Projet de budget</i>	<i>Variation (en %)</i>
Budget ordinaire			
Recettes	4,46	4,70	+ 5,51
Dépenses	4,06	4,28	+ 5,36
Excédents	+ 0,40	+ 0,43	-
Budget extraordinaire			
Recettes	0,00	0,00	-
Dépenses	0,40	0,42	+ 6,34
Excédents	-0,39	- 0,42	-
Budget total			
Recettes	4,46	4,71	+ 5,50
Dépenses	4,46	4,70	+ 5,45
Excédents	0,00	+ 0,01	-

Source: Ministère des Finances

Du côté du budget extraordinaire les dépenses passent de EUR 40 à 42 millions, ce qui constitue une croissance de 6,34%, tandis que les recettes restent à un niveau identique.

2.5. L'IMPACT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SUR LE BILAN DE LA BCL ET LA GESTION DES RÉSERVES DE CHANGE

Depuis le 1^{er} janvier 1999, la Banque centrale du Luxembourg participe à l'implémentation de la politique monétaire européenne. L'impact de cette nouvelle attribution se transpose sur le bilan de la banque par le truchement des opérations de politique monétaire: opérations principales de refinancement, opérations de refinancement à plus long terme, facilité de prêt marginal, facilité de dépôt et application des réserves obligatoires.

Au 31 août 1999, les concours bruts alloués aux contreparties du secteur financier se sont élevés à EUR 10,05 milliards. À l'actif du bilan, ce montant s'est réparti de la façon suivante:

- EUR 6,51 milliards au titre d'opérations principales de refinancement,

- EUR 3,50 milliards au titre d'opérations de refinancement à plus long terme,
- EUR 0,04 milliards au titre de la facilité de prêt marginal.

À cette date, l'encours de la facilité de dépôt était nul. Il convient de noter qu'aussi bien la facilité de prêt marginal que la facilité de dépôt sont utilisées de manière extrêmement marginale, ce qui reflète l'excellente qualité de la gestion de liquidités des établissements de crédit.

Au passif, la contrepartie des EUR 10,05 milliards se présentait ainsi:

- EUR 6,74 milliards détenus en compte courant par les établissements de crédit du secteur financier,
- le solde a été transféré par le système TARGET par les banques du secteur financier vers d'autres banques commerciales au sein de l'Union européenne. Par conséquent, les dettes de la BCL envers les autres banques centrales du SEBC se sont élevées à cette date à EUR 3,31 milliards.

Au 31 août 1999, les EUR 10,05 milliards constituaient 87,5% du bilan total. À titre de comparaison, le bilan de la banque centrale au 31 décembre 1998 totalisait quelque EUR 0,63 milliards. Il est à noter qu'une partie marginale de cette augmentation considérable est à mettre sur le compte de l'intégration des billets de banque belges dans le bilan de la BCL dès le 1^{er} janvier 1999.

La Banque centrale du Luxembourg a également pour mission de gérer des réserves de change pour le compte de la BCE. Sur les EUR 39,5 milliards de réserves de change initialement transférées, la BCL en gère EUR 74,6 millions. Elle satisfait à cette mission depuis le 1^{er} septembre 1999. Les avoirs se composent de monnaies étrangères et d'or. L'article 30.4 des statuts du SEBC stipule que la BCE a la possibilité de faire appel à des avoirs de réserve supplémentaires au-delà de la limite initiale. Quant aux réserves de change ne

tombant pas dans le cadre du transfert initial, la gestion se fait au niveau de la BCL, en accord avec la politique monétaire unique et de change de la zone euro.

La forte diminution en mars 1999 de la position de réserve auprès du FMI est due au remboursement d'un bon non négociable émis par le FMI en faveur de la BCL dans le cadre des nouveaux arrangements de prêt du FMI. Sur la même période, les avoirs en droits de tirage spéciaux ont augmenté du fait qu'une partie du bon non négociable a été remboursée en droits de tirage spéciaux.