

BULLETIN
2005/2



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

SOMMAIRE

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
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 taux d'intérêt appliqués par les IFM	13
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	14
1.1.4	Les marchés boursiers	15
1.1.5	Le taux de change de l'euro	16
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	17
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	18
1.1.8	Le commerce extérieur	21
1.1.9	La balance des paiements	22
1.1.9.1	Le compte des transactions courantes	22
1.1.9.2	Le compte financier	23
1.2	La situation économique au niveau de la Grande Région	24
1.3	La situation économique au Luxembourg	26
1.3.1	L'évolution des prix et des coûts	26
1.3.1.1	Les prix à la consommation et projection d'inflation	26
1.3.1.2	Les prix à la production industrielle	32
1.3.2	La comptabilité nationale	33
1.3.3	L'industrie	39
1.3.4	La construction	43
1.3.5	Le commerce et les autres secteurs	43
1.3.6	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	44
1.3.7	Le marché du travail	44
1.3.7.1	L'emploi	44
1.3.7.2	Le chômage	46
1.3.7.3	Les coûts salariaux	47
1.3.8	Le secteur financier	48
1.3.8.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	48
1.3.8.2	Les établissements de crédit	49
1.3.8.3	Les organismes de placement collectif	64
1.3.9	Le commerce extérieur	66
1.3.10	La balance des paiements	66
1.3.10.1	Le compte courant	66
1.3.10.2	Le compte financier	67
1.3.11	Les finances publiques	72

2 ANALYSES **76**

2.1	Sektorale Spezialisierung und Produktivität der Luxemburger Wirtschaft im internationalen Vergleich	79
2.1.1	Einleitung	79
2.1.2	Mehr-Länder Vergleich der Spezialisierung der Luxemburger Wirtschaft	79
2.1.3	Ausmaß und Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Konzentration in den verschiedenen Ländern	84
2.1.4	Geschwindigkeit des Strukturwandels	85
2.1.5	Einfluss des Strukturwandels auf die Arbeitsproduktivität	85
2.1.6	Schlussfolgerung	87
2.1.7	Anhang	87
2.2	Estimation du taux d'intérêt réel naturel pour la zone euro et pour le Luxembourg	89
2.3	La rigidité des prix. Une étude sur données microéconomiques de prix à la consommation au Luxembourg	91
2.4	La politique de change actuelle du Cap-Vert et ses alternatives	94

3 STATISTIQUES **96**

4 ACTUALITÉS **146**

4.1	Actualités	148
4.2	Liste des circulaires de la BCL	150
4.3	Publications de la BCL	152
4.4	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	156
4.5	Liste des abréviations/List of Abbreviations	159

Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Secrétariat général
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie: (+352) 4774-4910
e-mail: sg@bcl.lu

Luxembourg, le 2 septembre 2005

EDITORIAL

L'inflation nuit de diverses manières à la croissance économique et à l'emploi.

Tout d'abord, elle complique l'identification des changements des prix relatifs, qui sont masqués par des fluctuations du niveau global des prix, dès lors, les entreprises et les consommateurs sont plus susceptibles de prendre des décisions erronées de consommation et d'investissement. En brouillant l'information sur les prix relatifs, l'inflation perturbe la canalisation par le marché des ressources vers leur utilisation la plus productive. Ainsi, elle diminue le bien-être des ménages et donc le potentiel productif de l'économie.

En second lieu, l'inflation conduit les créanciers à demander une prime pour couvrir le risque encouru par les actifs nominaux à long terme. Cette prime de risque intégrée au taux d'intérêt réel réduit l'efficacité de l'allocation des ressources par les marchés de capitaux, ce qui pénalise l'investissement.

Troisièmement, dans un contexte d'inflation élevée, les agents économiques sont incités à stocker des biens réels; ces derniers constituent alors une meilleure réserve de valeur que la monnaie ou certains actifs financiers. La constitution de stocks de biens n'est toutefois pas une décision d'investissement efficace. Elle entrave par conséquent la croissance économique.

Quatrièmement, les systèmes fiscaux peuvent engendrer certains effets pervers, qui perturbent le comportement des agents économiques. Ces distorsions sont intensifiées par l'inflation, dans la mesure où les systèmes fiscaux ne comportent normalement pas l'indexation des barèmes d'imposition à l'inflation.

Cinquièmement, l'inflation a l'effet d'un impôt sur la détention d'espèces. Elle diminue la demande d'espèces par les ménages et occasionne ainsi des coûts de transaction plus élevés.

Sixièmement, l'inflation engendre une redistribution arbitraire de la richesse et des revenus (effets de redistribution des créanciers vers les débiteurs, par exemple). Les groupes les plus faibles de la société souffrent le plus de l'inflation, dans la mesure où il leur est difficile de se prémunir contre celle-ci. Par conséquent, l'inflation nuit à la cohésion sociale et la stabilité politique.

Le récent renchérissement du pétrole a alimenté l'inflation au Luxembourg. Cette hausse du cours du pétrole affecte directement l'indice des prix à la consommation par le biais de sa composante énergétique (comprenant entre autres les prix du fioul domestique et des carburants). Les prix à la consommation peuvent également être affectés indirectement par le biais d'une augmentation des prix à la production. En effet, confrontées à la hausse du coût des matières premières, les entreprises peuvent tenter de préserver ou rétablir leurs marges bénéficiaires en augmentant leurs prix de vente. Outre ces effets directs et indirects, habituellement qualifiés d'effets de premier tour, il y a un risque d'effets de second tour qui pourraient intensifier les tensions sur les prix à la consommation. Ces effets de second tour sont liés aux hausses de salaires obtenues pour compenser la baisse du revenu réel résultant des effets directs et indirects. L'indexation automatique favorise la survenance d'effets de second tour sur les prix à la consommation.

Une hausse des cours du pétrole a aussi un impact négatif sur l'activité économique par la détérioration des termes de l'échange dans une économie importatrice de pétrole comme le Luxembourg. L'érosion des marges bénéficiaires se traduit par une contraction de la demande intérieure. De plus, la demande externe est également susceptible de s'affaiblir puisque les principaux partenaires commerciaux du Luxembourg sont aussi importateurs nets de pétrole. Face à cet affaiblissement de la demande externe, l'inflation risque en sus de détériorer la compétitivité-prix des exportations luxembourgeoises.

Concrètement, **l'inflation annuelle du Luxembourg** mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) a progressé en juillet et août 2005 pour s'établir respectivement à 2,6% et 2,7%, après avoir fléchi en mai et juin. Le taux d'août 2005 est le plus élevé depuis août 2001. Les cours du pétrole ont constitué le principal facteur inflationniste au cours des derniers mois. En effet, le rythme de variation annuel des prix des produits pétroliers a fluctué entre 13,4% et 21,8% au cours de la période allant d'avril à août 2005, ce qui représente un coût pour l'économie du Luxembourg. L'inflation sous-jacente, après s'être maintenue à 1,7% au cours de la période allant de mai à juillet 2005, a augmenté à 1,9% en août. La hausse des prix des services demeure soutenue, avec 2,7% en juillet et août 2005, contre respectivement 2,3 et 2,5% en mai et juin. La contribution de cette composante à l'inflation globale demeure de ce fait importante, avec quelque 0,9 point de pourcentage. Ces développements impliquent que la prochaine tranche indiciaire interviendra plus tôt que prévu, à savoir en octobre 2005, alors qu'elle était initialement escomptée pour la fin de l'année 2005. L'indexation automatique des salaires d'octobre 2005 exercera à son tour une pression à la hausse sur les prix des services.

Les différentiels d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et aux pays limitrophes se sont détériorés depuis fin 2004 en ce qui concerne à la fois l'IPC total et l'IPC hors produits alimentaires non transformés et énergie. Cette détérioration résulterait essentiellement du recul des tensions inflationnistes sous-jacentes au sein de la zone euro et dans nos pays limitrophes.

Selon les dernières projections de la BCL, l'inflation annuelle globale devrait culminer au troisième trimestre 2005 en raison du maintien du prix du pétrole à un niveau élevé. L'inflation tendrait par la suite à décélérer, mais ce reflux serait très graduel. Contrairement aux résultats obtenus lors des exercices de projection précédents, l'inflation demeurerait nettement supérieure à 2% sur l'horizon de projection. Ainsi, l'inflation moyenne devrait s'établir à quelque 2,4% en 2005.

Cette inflation élevée comporte des risques pour l'économie luxembourgeoise, surtout si les principaux partenaires commerciaux du Luxembourg parviennent à mieux maîtriser les effets du choc pétrolier. Dans cette perspective, un encadré inclus dans le présent bulletin confirme la récente détérioration de la **compétitivité** de l'économie luxembourgeoise. Cette conclusion reflète une augmentation plus rapide de l'indice des prix à la consommation, de l'indice des prix à la production, du déflateur du PIB et des coûts salariaux au Luxembourg comparativement à ses principaux partenaires commerciaux.

Le taux de **chômage** moyen pendant les sept premiers mois de 2005 s'est établi à 4,6% après 4,1% au cours de la même période de l'année précédente. Sur base «désaisonnalisée», une hausse du taux de chômage s'est manifestée au cours des premiers mois de 2005 (partant de 4,4% en janvier, il a atteint 4,7% en juillet). Cette évolution suggère que le sentier intra-annuel de baisse emprunté par le taux de chômage non ajusté est de nature saisonnière et ne découle donc pas d'une amélioration de fond de la situation.

Les récentes données officielles indiquent que le **déficit de l'administration centrale au sens large** – y compris les fonds spéciaux – serait de 2,5% du PIB en 2004. En l'absence d'un ralentissement marqué du rythme de progression des dépenses de l'Etat, ce déficit tendrait à persister – voire même à s'accroître – au cours des prochaines années. En conséquence, l'endettement brut de l'Etat central progresserait significativement dès 2007.

Ce bulletin comprend également quatre analyses plus spécifiques. La première analyse traite de la spécialisation et de la productivité sectorielle de l'économie luxembourgeoise en comparaison internationale. La deuxième analyse fournit une estimation du taux d'intérêt réel naturel pour la zone euro et pour le Luxembourg, alors que la troisième analyse examine la rigidité des prix à la consommation au Luxembourg en se basant sur des données microéconomiques. La quatrième et dernière analyse présente la politique de change actuelle de la République du Cap-Vert et ses alternatives.

Yves Mersch