

BULLETIN
2007/2



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME

SOMMAIRE

1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10

1.1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	13
1.1.2	Les taux d'intérêt des IFM de la zone euro	15
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.1.4	Les marchés boursiers	16
1.1.5	Le taux de change de l'euro	17
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	18
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.1.8	Le commerce extérieur	22
1.1.9	La balance des paiements	23
1.2	La situation économique au Luxembourg	25
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	25
1.2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	25
1.2.1.2	Projections d'inflation	26
1.2.1.3	Les prix à la production industrielle	29
1.2.2	La comptabilité nationale	33
1.2.3	L'industrie	35
1.2.4	La construction	37
1.2.5	Le commerce et les autres secteurs	38
1.2.6	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	38
1.2.7	Le marché du travail	43
1.2.7.1	L'emploi	43
1.2.7.2	Le chômage	44
1.2.7.3	Les coûts salariaux	45
1.2.8	Le secteur financier	46
1.2.8.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	46
1.2.8.2	Les établissements de crédit	48
1.2.8.3	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	63
1.2.8.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	65
1.2.8.5	Les organismes de placement collectif	68
1.2.9	Le commerce extérieur	71
1.2.10	La balance des paiements	72
1.2.10.1	Le compte courant	72
1.2.10.2	Le compte financier	73
1.2.11	Les projections macroéconomiques	74
1.2.12	Les finances publiques	78

2 ANALYSES **86**

2.1. La position extérieure globale du Luxembourg	88
2.1.1 Introduction	88
2.1.2 Evolutions de la position extérieure du Luxembourg: vue d'ensemble	88
2.1.2.1 Situation à la fin de l'année 2006	88
2.1.2.2 Evolutions à moyen terme (2002-2006)	90
2.1.2.3 Position extérieure et mondialisation	92
2.1.3 Structure par composante de la position extérieure du Luxembourg	93
2.1.3.1 La position des investissements directs	94
2.1.3.2 La position des investissements de portefeuille	95
2.1.3.3 La position des autres investissements (dépôts et crédits)	100
2.1.4 Conclusion	101
2.2 Le marché de change et des produits dérivés luxembourgeois dans le contexte international	102
2.2.1 Introduction et remarques méthodologiques	102
2.2.2 Le marché de change traditionnel	102
2.2.2.1 Montant des transactions	102
2.2.2.2 Poids relatif des différentes devises	104
2.2.2.3 Contreparties	104
2.2.3 Produits dérivés sur devises	105
2.2.3.1 Montant des transactions	105
2.2.3.2 Poids des différentes devises	107
2.2.3.3 Contreparties	107
2.2.4 Produits dérivés de taux d'intérêt	108
2.2.4.1 Montant des transactions	108
2.2.4.2 Poids des différentes monnaies	109
2.2.4.3 Contreparties	110
2.3 Analyse de l'évolution du secteur des OPC au plan international et au Luxembourg	112
2.3.1 Le développement des OPC aux Etats-Unis et en Europe	112
2.3.2 L'industrie européenne des OPC	113
2.3.3 L'évolution des OPC luxembourgeois	116
2.4 Résumé non technique du Cahier d'études «Taux d'intérêt de détail au Luxembourg: une étude aux niveau agrégé et au niveau individuel»	119
2.5 Résumé non technique du cahier d'études «Un indicateur d'activité pour le Luxembourg»	120

3 STATISTIQUES **122**

4 ACTUALITÉS **182**

4.1 Faits divers	184
4.2 Liste des circulaires de la BCL	190
4.3 Publications de la BCL	193
4.4 Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	198
4.5 Liste des abréviations	206

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, 6 décembre 2007.

EDITORIAL

Lors de sa réunion du 6 décembre 2007, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé, au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, de laisser inchangés les taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème. Les dernières informations ont confirmé l'existence de fortes tensions à court terme sur l'inflation, la hausse de l'IPCH atteignant 3,0% en novembre. Elles ont également pleinement confirmé que des risques à la hausse pèsent sur la stabilité des prix à moyen terme. Dans ce contexte, et compte tenu d'une croissance de la monnaie et du crédit toujours très vigoureuse dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à contrecarrer les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, ainsi que l'exige sa mission. Les fondamentaux économiques de la zone euro demeurent bien orientés. Toutefois, la réappréciation des risques sur les marchés de capitaux est toujours en cours et s'accompagne d'une incertitude persistante quant à l'incidence potentielle sur l'économie réelle. Le Conseil des gouverneurs suivra par conséquent très attentivement l'ensemble des évolutions. Sur la base de son évaluation, le Conseil des gouverneurs agira de manière résolue et en temps opportun pour éviter que des effets de second tour et les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme ne se matérialisent. Ceci comporte la nécessité d'éliminer les systèmes d'indexation automatique existant dans certaines régions de la zone monétaire. Il est particulièrement important, en période de volatilité des marchés de capitaux et d'incertitude accrue, que les anticipations d'inflation à moyen et long termes soient fermement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. S'agissant des marchés de capitaux, le Conseil des gouverneurs continuera d'accorder une grande attention aux évolutions dans les semaines à venir.

Selon les projections de décembre 2007 des services de l'Eurosystème, la hausse de l'IPCH devrait demeurer nettement supérieure à 2% durant les prochains mois et ne ralentir que progressivement au cours de 2008. La période de taux d'inflation temporairement élevés s'avérerait dès lors plus longue que prévu. Ainsi, le rythme de hausse moyen de l'IPCH global devrait s'inscrire entre 2,0% et 2,2 % en 2007 mais devrait s'accroître ensuite pour s'établir entre 2,0% et 3,0% en 2008. Pour 2009, cette hausse devrait être comprise entre 1,2% et 2,4%. Par rapport aux projections de septembre établies par les services de la BCE, les fourchettes retenues pour 2007 et 2008 ont été relevées. Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix demeurent orientés à la hausse. Ces risques comprennent de nouveaux renchérissements du pétrole et des produits agricoles ainsi que des augmentations des prix administrés et de la fiscalité indirecte supérieures à celles envisagées jusqu'à présent. Des évolutions salariales incorporant ces évolutions ne sont toutefois pas incluses dans les hypothèses de base et constituent un autre risque majeur. Dans les segments du marché où la concurrence est faible, la stabilité des prix pourrait aussi être menacée par des entreprises en mesure d'imposer leurs prix de vente. Ces risques sont d'autant plus sérieux qu'ils se manifestent à un moment de forte utilisation des capacités et d'amélioration continue des marchés du travail.

Ces mêmes projections des services de l'Eurosystème, laissent augurer une croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro comprise entre 2,4% et 2,8% en 2007, entre 1,5% et 2,5% en 2008, et entre 1,6% et 2,6% en 2009. Par rapport aux projections de septembre des services de la BCE, la fourchette de croissance du PIB en volume prévue pour 2008 a été légèrement révisée en baisse, alors que pour 2007, la nouvelle fourchette se situe dans la partie supérieure de la précédente. Les risques entourant ces perspectives de croissance économique sont orientés à la baisse. Ils sont liés, pour l'essentiel, à l'éventualité d'une incidence plus forte de la réappréciation des risques en cours au sein des marchés de capitaux sur les conditions de financement et la confiance ainsi que sur la croissance mondiale et celle de la zone euro, à la possibilité de nouvelles hausses des cours du pétrole et des matières premières ainsi qu'aux préoccupations concernant les pressions protectionnistes et les perturbations que pourraient entraîner les déséquilibres mondiaux.

La hausse annuelle des prix à la consommation au Luxembourg a fluctué autour de 2% depuis le début de l'année 2007 avant de passer à 2,9% en octobre et 3,2% en novembre. Cette accélération du rythme annuel de l'Indice des prix à la consommation national (IPCN) est essentiellement liée à l'action conjuguée d'une hausse du taux annuel des prix des produits pétroliers et du récent renchérissement des produits alimentaires. Selon les dernières projections des services de la BCL, l'inflation mesurée par l'IPCN se maintiendrait au-dessus de 3% jusqu'au troisième trimestre 2008. Ce n'est qu'au quatrième trimestre, lorsque les effets liés aux chocs des prix des biens alimentaires ainsi que du pétrole s'estomperont, qu'un ralentissement de l'inflation vers un rythme proche de 2% serait possible. L'inflation mesurée par l'IPCN s'établirait, en moyenne, à 2,9% en 2008, soit le taux le plus élevé depuis 2000. Le rythme annuel de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dépasserait 4% fin 2007 et au début de 2008.

Outre les effets directs et indirects du renchérissement des produits sur les prix à la consommation, 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. A rappeler que les effets de second tour sont davantage présents au Luxembourg que dans ses pays limitrophes, en raison du mécanisme de l'indexation des salaires. Même la version modulée de l'indexation entraîne automatiquement la survenance d'effets de second tour sur les prix à la consommation qui s'exercent principalement au travers de l'impact des salaires sur les prix des services. Selon les derniers chiffres disponibles qui sont relatifs au deuxième trimestre 2007, la contribution de l'indexation à la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne a en effet été de 2,5 points de pourcentage. Le mécanisme d'indexation renforce les rigidités des salaires en retardant l'ajustement à des chocs, contribuant ainsi à la persistance de l'inflation. Face à une contraction de l'offre, pouvant par exemple être liée à une augmentation du cours du pétrole, l'indexation peut se révéler coûteuse. Elle peut s'avérer particulièrement nuisible au Luxembourg où une forte proportion des industries est exposée à la concurrence internationale. Cette perte de compétitivité devient particulièrement pertinente dans le contexte actuel de l'appréciation de l'euro. A noter dans ce contexte que les indicateurs compétitivité-prix et compétitivité-coûts de la BCL indiquent que la détérioration de la compétitivité enregistrée en 2006 s'est prolongée jusqu'au deuxième trimestre 2007.

Les projections macroéconomiques de décembre 2007 des services de la BCL tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 4,7% et 5,3% en 2007 et entre 3,8% et 4,8% en 2008. Par rapport aux projections publiées en juin, la fourchette de la croissance du PIB en volume pour 2008 a été légèrement révisée à la baisse. Malgré ce fléchissement de la croissance, la performance demeurerait appréciable et, sur base du scénario international, la croissance au Luxembourg pourrait rebondir légèrement en 2009 pour s'inscrire dans un intervalle compris entre 4,0% et 5,0%. Cependant, comme dans la zone euro, les risques pesant sur ces projections sont orientés à la baisse et sont à évaluer dans le contexte des turbulences sur les marchés financiers qui s'accompagnent d'une incertitude persistante quant à leur envergure et leur incidence sur l'économie réelle.

L'emploi a fortement progressé au Luxembourg tout au long des dix premiers mois de 2007. Cependant, il est possible que cette forte dynamique s'estompe quelque peu au cours des prochains trimestres en raison de plusieurs facteurs. Tout d'abord, l'activité économique se trouve dans la phase descendante du cycle. Deuxièmement, bien que les résultats actuellement connus dans le secteur financier demeurent favorables, ils se caractérisent pourtant par un ralentissement important depuis le début 2006, d'autant plus qu'on ignore à l'heure actuelle, l'étendue exacte des effets directs et indirects des turbulences sur les marchés de capitaux. Une décélération du rythme de progression de l'emploi ne serait pas de bon augure pour une baisse du taux de chômage.

En ce qui concerne les finances publiques, l'année 2008 se caractériserait par un coup d'arrêt au processus d'assainissement budgétaire amorcé en 2005. En effet, selon les dernières projections des services de la BCL, le surplus des administrations publiques passerait de 1,3% du PIB en 2007 à 0,9% du PIB en 2008, sous l'effet déterminant des nouvelles mesures adoptées à l'occasion du projet de budget 2008, à savoir, le bonus pour enfants, l'indexation partielle des barèmes fiscaux et la diminution du taux du droit d'apport. En 2009, une légère détérioration supplémentaire du surplus des administrations publiques se dessine, principalement en raison de l'introduction du statut unique pour les salariés du secteur privé, portant celui-ci à 0,6% du PIB.

Le présent Bulletin comprend également trois analyses et deux résumés non techniques de cahiers d'études.

La première analyse traite de la position extérieure globale du Luxembourg. La position extérieure nette du Luxembourg s'est améliorée pour s'établir à 44,5 milliards d'euros fin 2006, contre 42,4 milliards d'euros fin 2005. Cette hausse est liée à l'évolution des flux financiers nets, les effets de valorisation s'étant élevés à -0,5 milliard.

La deuxième analyse examine de façon détaillée l'activité et l'évolution des marchés des changes ainsi que des produits dérivés échangés de gré à gré sur la place financière. Il s'agit d'un recensement triennal, coordonné par la Banque des règlements internationaux (BRI), à laquelle la Banque centrale du Luxembourg, comme 54 autres banques centrales ou autorités monétaires, a participé et qui couvre le mois d'avril 2007.

La troisième analyse, d'une part, compare l'évolution de l'industrie des organismes de placement collectif aux Etats-Unis et en Europe et, d'autre part, analyse plus en détail le développement des OPC luxembourgeois dans le contexte européen.

La quatrième contribution constitue un résumé non technique du cahier d'études de la BCL intitulé « Taux d'intérêt de détail au Luxembourg: une étude au niveau agrégé et au niveau individuel ». Il est apparu que la formation des taux d'intérêt appliqués aux prêts et aux dépôts par les banques luxembourgeoises est expliquée par l'évolution des taux de référence du marché, comme les taux de refinancement et le rendement des emprunts d'Etat à dix ans.

Finalement, la cinquième contribution est dédiée aux principaux résultats du cahier d'études de la BCL relatif à un indicateur d'activité pour le Luxembourg. Les résultats, calculés sur base expérimentale, font apparaître que rétrospectivement, les mouvements de l'indicateur d'activité permettent d'anticiper ceux du PIB de manière relativement satisfaisante.

Yves Mersch