
1 L'ENVIRONNEMENT FINANCIER ET MACROECONOMIQUE INTERNATIONAL, EUROPEEN ET NATIONAL 10

1.1 L'environnement macroéconomique international	12
1.2 L'environnement macroéconomique européen	15
1.3 L'environnement macroéconomique luxembourgeois	16

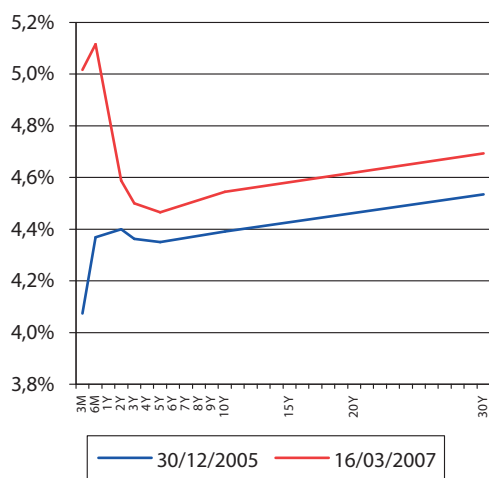
1.1 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE INTERNATIONAL

Cette partie de la revue de stabilité financière présente les développements récents des principaux marchés financiers². Certaines évolutions macroéconomiques et financières qui représentent une source de risques pour ces marchés sont analysées dans la mesure où elles peuvent induire des ajustements désordonnés des prix des actifs et déstabiliser l'économie.

Les rendements obligataires à dix ans sont toujours à des niveaux très bas: le 16 mars 2007, les rendements américains et ceux de la zone euro s'inscrivaient à 4,5% et 3,9% respectivement. L'inversion de la courbe des rendements aux Etats-Unis (voir graphique 1) est particulièrement inquiétante puisque ce développement signale en général un ralentissement de l'activité économique, bien qu'il soit possible que les rendements des titres publics américains soient inférieurs au niveau justifié par les fondamentaux macroéconomiques.

Graphique 1

L'inversion de la courbe des rendements aux Etats-Unis

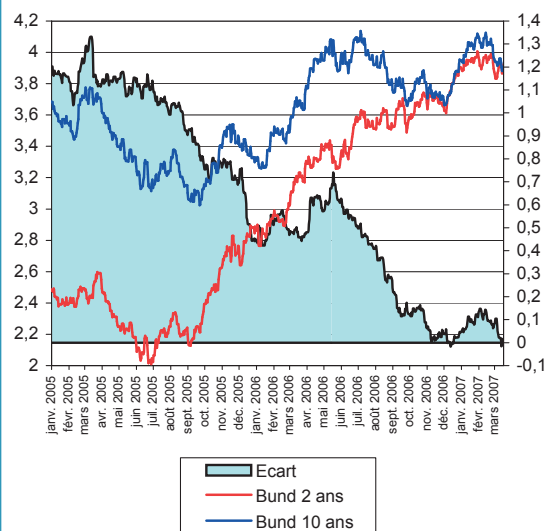


Source: Bloomberg

Dans la zone euro, la courbe des rendements s'est aplatie au cours de la période sous revue: l'écart des rendements à dix ans et à deux ans a diminué considérablement les deux dernières années, comme démontré par le graphique 2; depuis mai 2006, l'écart a chuté pour brièvement s'inscrire à des niveaux inférieurs à zéro en décembre 2006 ainsi qu'en mars 2007.

Graphique 2

L'écart entre les taux à 10 ans et à 2 ans dans la zone euro a fortement reculé



Sources: Bloomberg, calculs BCL

L'inversion et l'aplatissement des courbes respectives rendent les stratégies de portage ou «carry trades»¹ peu attrayantes, ce qui risque d'avoir des effets adverses sur le revenu net d'intérêt des banques. Le faible niveau des rendements obligataires à dix ans s'explique d'ailleurs entre autres par l'abondance de la liquidité mondiale, des taux d'épargne élevés dans certaines économies émergentes (voir aussi ci-dessous), des primes de risque très basses et une demande accrue émanant des investisseurs institutionnels. En même temps, au cours de l'année passée les taux directeurs ont fortement augmenté de part et d'autre de l'Atlantique, conduisant ainsi à une hausse des taux à court terme. Ces développements expliquent, respectivement, l'inversion de la courbe de rendements aux Etats-Unis et l'aplatissement de la courbe dans la zone euro. Parmi les facteurs précités ayant contribué au faible niveau des rendements à plus long terme, c'est surtout l'évaluation des risques par les marchés qui est inquiétante: une réévaluation des primes de risque déclenchée, par exemple, par des troubles géopolitiques, risquerait de déstabiliser les marchés financiers. Une hausse importante des rendements à long terme entraînerait des pertes considérables sur les portefeuilles des actifs des banques et accroîtrait le risque de contrepartie.

¹ Ces stratégies consistent à financer l'acquisition d'actifs de rendement élevé par l'emprunt d'actifs de rendement relativement faible.

² Pour une analyse détaillée des développements observés sur les marchés financiers, se référer à la section 2 ci-après.

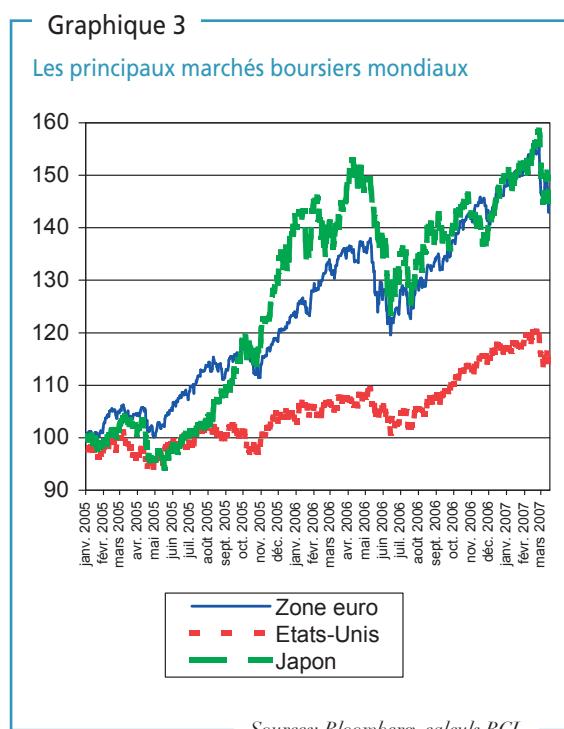
Dans la mesure où une réévaluation des primes de risque pourrait avoir un impact sur la valorisation des actions, il convient de revoir les évolutions récentes des marchés boursiers afin de saisir leur importance pour la stabilité financière. La diversification accrue des portefeuilles par les investisseurs risque d'ailleurs d'amplifier les effets de contagion.

Le graphique 3 montre que les principaux indices boursiers ont fortement progressé au cours de l'année passée et pendant les deux premiers mois de l'année en cours. Néanmoins, fin février les cours ont chuté suite à une forte contraction du marché chinois; par la suite, la réapparition des craintes quant à une récession aux Etats-Unis a entraîné des pertes supplémentaires dans un climat de volatilité accrue. Au cours de quelques jours seulement, les principaux cours boursiers se sont repliés de cinq à neuf pourcents. Néanmoins, entre fin 2005 et le 16 mars 2007 le Dow Jones EuroStoxx a progressé de presque 19% pour s'inscrire à 390,07 points en fin de période, alors que le S&P 500 et le Nikkei ont augmenté de 11% et 4%, pour s'établir à 1 386,95 points et 16 744,15 points respectivement.

Quant aux turbulences de l'année passée, les marchés se sont fortement repliés en mai et en juin. Ce développement fut pour partie lié à une réévaluation des risques sous-jacents, surtout dans les marchés des économies émergentes; ces turbulences se sont assez rapidement répandues vers les autres marchés boursiers, soulignant donc l'importance de la corrélation accrue entre les différents marchés ou segments de marchés. Cependant, la revalorisation des actifs fut aussi liée à l'importance de la progression des marchés boursiers précédant cette chute précipitée, comme en témoigne d'ailleurs l'amplitude de la chute des indices respectifs par rapport à leur progression; ainsi, lors de cette période ce sont surtout les indices japonais et européen qui se sont fortement repliés. Néanmoins, les trois indices se sont rapidement redressés par après. Si la volatilité implicite a augmenté lors de cette période, il est toutefois impératif de souligner qu'elle n'a pas excédé le niveau de volatilité moyen historique.

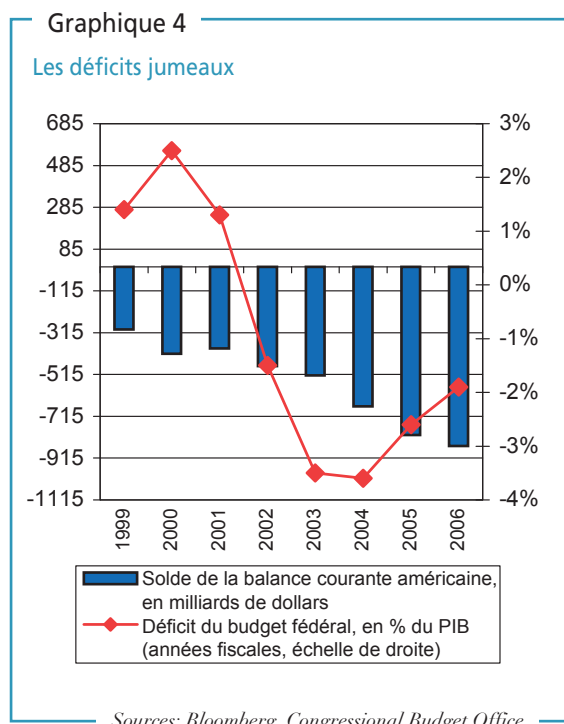
Hormis ces turbulences, les marchés ont su absorber les troubles géopolitiques ainsi que les pertes majeures de plusieurs *hedge funds*, notamment Amaranth. Pourtant, il convient d'être vigilant en ce qui concerne l'évolution des *hedge funds*; d'autres sources d'instabilité potentielle sont les produits dérivés qui ont fortement gagné en importance ces dernières années, ainsi que les stratégies de portage sur le marché des changes.

Les développements macroéconomiques aussi nécessitent un suivi attentif, étant donné qu'ils sont susceptibles de déstabiliser les marchés financiers et l'économie dans son ensemble en incitant un ajustement des prix des actifs. Dans ce contexte, il convient surtout de surveiller l'évolution des déséquilibres mondiaux, expression qui désigne le déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis et les excédents y associés de certains pays; en effet, ces déséquilibres se sont accrues davantage en 2006. Un éventuel renversement désordonné potentiel de ces déséquilibres constitue une menace pour l'économie mondiale, notamment pour la stabilité financière. Depuis un certain temps, les pays exportateurs de pétrole jouent un rôle accru dans le financement du déficit américain, bien que certains pays asiatiques – dont surtout la Chine et la Japon – demeurent des contreparties importantes. Ce développement est pour partie lié à la hausse des prix pétroliers depuis mi-2004 et une nouvelle flambée des cours du pétrole risque donc d'élargir davantage les déséquilibres existants; cette évolution expose d'ailleurs les Etats-Unis et les marchés mondiaux dans leur ensemble à une aggravation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient.



L'importance persistante de la Chine dans le financement du déficit américain est également porteuse de risques étant donné que la Banque populaire de Chine a accumulé des réserves de change considérables. Un retournement désordonné risquerait donc d'avoir un effet substantiel sur les cours de change, notamment sur les taux de change du dollar. Si la diversification des réserves de change des pays asiatiques a continué, elle s'est toutefois ralentie depuis plusieurs années.

Outres les déséquilibres mondiaux susmentionnés, il convient d'être vigilant en ce qui concerne le marché du logement aux Etats-Unis qui par l'intermédiaire de l'extraction hypothécaire des ménages («home equity withdrawal») a fortement soutenu la vigueur de la demande intérieure depuis un certain temps. Un ajustement désordonné des prix du logement est donc porteur de risques pour la macroéconomie. Après avoir atteint un sommet de 6% en 2005 en termes de revenu disponible des ménages, l'extraction hypothécaire est tombée en-dessous de 2% au deuxième trimestre 2006, ce qui constitue un creux d'environ quatre ans; ce développement est sans doute attribuable au ralentissement de l'activité dans le marché du logement. L'hétérogénéité régionale des prix du logement aux Etats-Unis pourrait représenter une source de risque additionnelle étant donné que les prix de l'habitat sont susceptibles de déstabiliser l'économie suite à des effets adverses de nature régionale en plus des risques globaux ou macroéconomiques existants.



Cependant, la persistance des déséquilibres mondiaux est également attribuable à l'importance de la demande intérieure américaine. Dans ce contexte, les déficits jumeaux (c'est-à-dire un double déficit du compte courant et de la politique fiscale) aux Etats-Unis sont cités comme particulièrement pernicieux, impliquant qu'il incombe aux décideurs publics américains de faciliter l'ajustement par des politiques qui pourraient modérer la demande intérieure. La réduction du déficit du budget fédéral américain est donc encourageante, étant donné que ce dernier s'est atténué au cours des dernières années. Néanmoins, à plus long terme la politique fiscale américaine fait face à certains défis en raison des dépenses futures accrues liées au financement des soins de santé et à une population vieillissante.

1.2 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE EUROPÉEN

Reflétant dans une large mesure la bonne tenue de l'économie mondiale, la progression du PIB réel de la zone euro s'est établie à 2,8% en 2006 et devrait demeurer soutenue en 2007 et en 2008. Ce scénario est en phase avec les prévisions publiées récemment par les services de la BCE. Selon ces projections, le scénario conjoncturel pour la zone euro se présente globalement plus favorable qu'anticipé à la fin de l'année précédente. Les prévisions pour la croissance économique en 2007 et 2008 ont été revues à la hausse. Ainsi la croissance annuelle moyenne du PIB en volume serait comprise entre 2,1% et 2,9% en 2007 et entre 1,9% et 2,9% en 2008.

Plus en détail, selon ces nouvelles projections des services de la BCE sous l'optique dépenses, le taux de variation annuel moyen des exportations devrait s'établir entre 4,7% et 7,7% en 2007 et serait compris entre 4,1% et 7,3% en 2008. Cette évolution s'expliquerait par le fait que les parts de marché à l'exportation hors zone euro devraient légèrement décliner sur l'horizon de projection en raison, d'une part, du renforcement de la concurrence mondiale et, d'autre part, des effets retardés des pertes récentes de compétitivité prix. La croissance moyenne en rythme annuel des importations devrait être légèrement inférieure à celle des exportations en 2007 et pourrait être quasi-égale à celle de ces dernières en 2008. Par voie de conséquence, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement neutre au cours de l'horizon des projections.

Parmi les composantes de la demande intérieure, la consommation privée devrait enregistrer une croissance moyenne en rythme annuel comprise entre 1,8% et 2,4% en 2007 et entre 1,6% et 3,0% en 2008, en ligne avec la croissance du revenu réel disponible qui

devrait être soutenu par une amélioration de la situation sur le marché du travail.

Selon les projections des services la BCE, le taux de croissance annuel moyen de la formation brute de capital fixe s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,4% et 5,0% en 2007 et entre 1,9% et 5,1% en 2008. L'investissement productif devrait être stimulé par la forte demande extérieure, des conditions de financement favorables et des bénéfices élevés des entreprises.

Ces projections tablent sur une progression moyenne de l'IPCH qui se situerait dans une fourchette comprise entre 1,5% et 2,1% en 2007 et entre 1,4% et 2,6% en 2008. Par rapport aux projections des services de l'Euro-système publiées en décembre 2006, la limite supérieure de la fourchette retenue pour l'inflation en 2007 a été légèrement diminuée pour tenir compte surtout du recul des prix de l'énergie. Par contre, la fourchette pour 2008 a été revue à la hausse vu que l'accélération anticipée de l'activité économique pourrait exercer des tensions plus prononcées sur l'utilisation et les coûts des facteurs.

Soulignons que ces projections des services de la BCE sont fondées sur une série d'hypothèses concernant les taux d'intérêt, les taux de change, les cours du pétrole et les politiques budgétaires. Dans ce contexte, il existe un risque que les hypothèses ne soient pas corroborées par les faits au cours de l'horizon des projections. De fait, une montée potentielle des pressions protectionnistes, la possibilité d'un nouveau renchérissement des prix du pétrole et une éventuelle correction brutale des déséquilibres mondiaux sont susceptibles de remettre en questions la qualité de ces hypothèses et donc de conduire à une révision de ces projections.

Tableau 1 Projections et prévisions macroéconomiques pour la zone euro (taux de progression annuels)

	2006	2007	2008
Prévisions de la Commission européenne			
PIB réel	2,7	2,4	2,2
Projections de mars de la BCE			
PIB réel	2,8	2,1 / 2,9	1,9 / 2,9
Consommation privée	2,0	1,8 / 2,4	1,6 / 3,0
Consommation publique	2,3	0,8 / 1,8	1,0 / 2,0
Formation brute de capital fixe	4,9	2,4 / 5,0	1,9 / 5,1
Exportations de biens et de services	8,3	4,7 / 7,7	4,1 / 7,3
Importations de biens et de services	7,9	3,7 / 7,1	4,2 / 7,6
IPCH	2,2	1,5 / 2,1	1,4 / 2,6

Sources: Eurostat, Commission européenne et BCE

1.3 L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE LUXEMBOURGEOIS

Du côté de l'économie luxembourgeoise, les comptes nationaux trimestriels disponibles pour les trois premiers trimestres de l'année 2006 esquissent une croissance de l'économie en 2006 qui pourrait être supérieure à celle de l'année précédente (4,0% en 2005) soit la meilleure performance depuis 2000. De fait, l'acquis de croissance observé au cours des trois premiers trimestres sous revue (6,2% en moyenne annuelle) devrait contribuer à la réalisation de cette performance.

Plus en détails, l'analyse de la comptabilité nationale trimestrielle sous l'optique production révèle que la progression du PIB a reposé sur une assise sectorielle de plus en plus large au cours des trois premiers trimestres de 2006 car les deux piliers de la croissance, à savoir les secteurs des activités financières et celui des services aux entreprises ont été consolidés par l'industrie et le commerce.

L'examen de la décomposition du PIB sous son optique dépenses indique que c'est le solde extérieur qui a soutenu l'activité économique au cours des trois trimestres sous revue. La croissance annuelle des exportations, appuyée en particulier par les exportations de services financiers, a certes ralenti depuis le début de 2006 mais dans une moindre mesure que celle des importations, demeurant ainsi supérieure à cette dernière. Par contre, la demande intérieure a desservi la progression du PIB. D'une part, la croissance annuelle de la consommation privée a fortement fléchi au cours des trois premiers trimestres de 2006. Cette évolution apparaît cependant en contradiction avec les résultats optimistes d'enquêtes auprès des consommateurs et les autres indicateurs de court terme tels que les immatriculations de véhicules particuliers. D'autre part, la formation brute de capital qui a présenté une succession de résultats négatifs tout au long des trois premiers trimestres de 2006 a elle aussi pesé sur la croissance du PIB.

**Tableau 2 Evolutions des principaux agrégats macroéconomiques
(corrigées de variations saisonnières, à l'erreur d'arrondis près)**

	Taux de variation trimestriels (janvier 2007)				Taux de variation annuels (janvier 2007)			
	2005T4	2006T1	2006T2	2006T3	2005T4	2006T1	2006T2	2006T3
Consommation privée	1,9	1,5	-0,1	-0,5	3,2	5,8	3,8	2,8
Consommation publique	1,8	-1,4	1,4	-0,3	5,3	3,5	2,2	1,4
Formation brute de capital	38,2	-21,8	-9,5	-11,6	43,6	-2,3	-17,1	-13,6
Demande intérieure	11,1	-6,5	-2,3	-3,2	13,8	3,1	-2,6	-1,7
Importations	9,4	-0,6	2,6	0,5	19,2	17,2	16,4	12,1
Exportations	4,2	2,8	4,0	2,5	13,5	17,2	19,7	14,1
Exportations nettes	-30,9	39,5	14,3	15,6	-24,6	16,5	48,4	27,4
Produit intérieur brut	2,2	1,4	0,7	1,0	6,5	7,1	6,2	5,4

Source: STATEC

Soulignons que les comptes nationaux trimestriels doivent être interprétés avec prudence dans la mesure où ils vont nécessairement faire l'objet de révisions lors des publications à venir en vue de compléter leur couverture statistique. Cependant, sur base des estimations disponibles pour les trois premiers trimestres de l'année 2006, il est fort probable que la croissance du PIB réel pour l'année entière ait été supérieure à nos projections telles que publiées en décembre 2006³. Ceci

entraînerait également des répercussions favorables pour la croissance en 2007. Par contre, une mise à jour des projections d'inflation pour l'année 2007 indique que le scénario pour l'indice des prix à la consommation national (IPCN) demeure en moyenne inchangé. Une révision à la baisse des projections pour la composante énergie est intégralement compensée par un ajustement, de sens contraire, des projections relatives à l'IPCN excluant l'énergie.

³ Voir Bulletin 2006/2 BCL, pp.63-67.

Hypothèses

Mi-février, l'euro cotait aux environs de 1,30 USD/EUR, soit à un niveau marginalement plus élevé que lors des projections datant de décembre 2006⁴. Le prix du Brent s'est quant à lui établi simultanément autour de 57\$/bl et les marchés à terme anticipent une hausse

graduelle vers un niveau de 62\$/bl en décembre 2007. En somme, la légère appréciation de l'euro et la décline du prix du pétrole exprimé en dollars ont entraîné une révision à la baisse, en moyenne de 9%, des hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3 Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2005	2006	2007	06-T4	07-T1	07-T2	07-T3	07-T4
Prix du pétrole (Brent) en \$	54,4	65,4	59,9	59,8	56,9	59,4	61,1	62,2
Taux de change \$/€	1,24	1,26	1,30	1,29	1,30	1,30	1,30	1,30
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	42,3	18,6	-11,5	-3,3	-15,0	-17,7	-14,4	3,4

Source: BCL.

Pour ce qui est de l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les données de fin 2006 n'ont pas recélé de surprises par rapport à nos projections antérieures. Cependant, au mois de janvier 2007, l'inflation a été sous-estimée, essentiellement en raison de la forte progression des prix administrés⁵. Ces prix sont traditionnellement ajustés au début de l'année et, en janvier 2007, leur taux de variation annuelle, à 5,3%, a atteint un nouveau sommet historique. Ainsi il a aussi nettement dépassé la progression moyenne des prix à la consommation qui s'est établie à 2,3%.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPCEN énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCH énergie une évolution très favorable en 2007. Après plusieurs années de hausses des prix des produits énergétiques, leur taux d'inflation baisserait en moyenne en 2007, et l'énergie contribuerait ainsi à tempérer la progression de l'inflation globale. En revanche, le profil inter-temporel de l'inflation des produits énergétiques serait plus volatile. La baisse des prix des produits pétroliers serait particulièrement prononcée aux deuxième et troisième trimestres, mais l'inflation ressurgirait en fin 2007 en raison de la dissipation des effets de base favorables et d'un prix du pétrole à nouveau en hausse (voir graphique). Etant donné que les hypothèses relatives au prix du pétrole ont été révisées à la

baisse, les projections pour l'inflation de l'IPCH énergie l'ont été également, en moyenne de -3,4pp en 2007.

Les projections concernant l'inflation excluant l'énergie ont été revues à la hausse sur base des ajustements des prix administrés tels que précités. En moyenne, l'inflation de l'IPCEN à l'exclusion de l'énergie devrait s'accroître de 2,1% en 2006 à 2,3% en 2007.

Le sursaut de l'inflation globale au tournant de l'année 2006/2007 a vraisemblablement été temporaire et le recul de l'inflation, entamé au troisième trimestre 2006, devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Sur base des projections, l'inflation mesurée par l'IPCEN global tomberait de son sommet de 3,1% au deuxième trimestre 2006 autour de 1,7% vers la mi-2007 pour rebondir vers les 2,3% en fin d'année 2007 (voir graphique). Le profil de l'inflation globale serait ainsi similaire à celui de l'inflation des produits énergétiques. En moyenne, l'inflation baisserait ainsi considérablement, de 2,7% en 2006 à 1,9% en 2007, tout en restant vraisemblablement supérieure à celle des pays voisins.

Pour ce qui est de l'IPCH, le scénario se présente légèrement plus favorable. En moyenne, le taux d'inflation reculerait de 3,0% en 2006 à 2,0% en 2007. Mais, par rapport à l'exercice précédent, et contrairement à l'IPCEN, les projections pour l'IPCH ont été revues à la baisse - de l'ordre de 0,2pp. Cet ajustement asymétrique par rapport à l'IPCEN repose essentiellement sur le

⁴ Voir Bulletin 2006/2 BCL, pp.25-28

⁵ Pour plus de détails, voir Bulletin de la BCL 2004/3, pp.76-81.

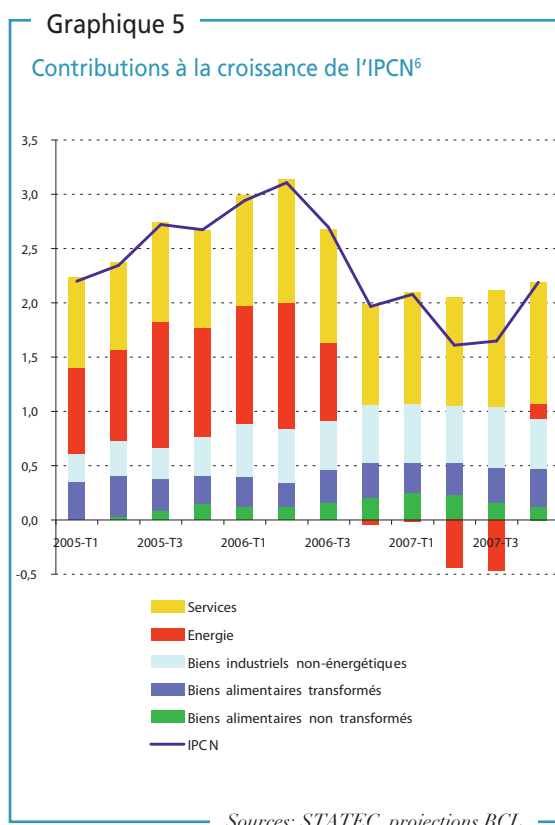
jeu des pondérations différentes. En effet, étant donné le poids des produits pétroliers relativement plus important dans l'IPCH que dans l'IPCN, la projection pour l'IPCH est davantage affectée par la révision à la baisse des projections pour la composante énergie.

Tableau 4 Prévisions d'inflation et révisions par rapport aux prévisions précédentes (en taux de variation annuel, respectivement en points de pourcentage)

	2005	2006	2007	2006-2 ^e sem	2007-1 ^{er} sem	2007-2 ^e sem
IPCN	2,5	2,7	1,9	2,3	1,9	2,0
IPCN hors énergie	1,7	2,1	2,3 (0,3)	2,1	2,3 (0,3)	2,3 (0,3)
IPCH	3,8	3,0	2,0 (-0,2)	2,2	1,8 (-0,2)	2,2 (-0,2)
IPCH énergie	14,9	7,9 (-0,1)	-2,7 (-3,4)	1,7 (-0,2)	-3,7 (-3,5)	-1,6 (-3,2)
IPCH hors énergie	2,4	2,3	2,6 (0,2)	2,3	2,5 (0,2)	2,7 (0,2)

Source: BCL.

Le paiement effectif de la tranche indiciaire automatique due pour le mois d'août a été reporté au 1^{er} décembre 2006 suite à la modulation du mécanisme d'indexation telle que contenue dans les dispositions afférents de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires. Conformément aux mêmes dispositions, il n'y aurait pas de paiement de tranche indiciaire en 2007, et, sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévue pour le premier trimestre 2008. Dans cette configuration, le paiement de cette tranche indiciaire serait reporté, selon les termes de la loi du 27 juin 2006, du début de l'année 2008 au début de l'année 2009.



⁶ Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

