

**BULLETIN**  
**2005/3**



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG  
EUROSYSTEME



## SOMMAIRE

---

# 1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10

---

1.1	La situation économique dans la zone euro	14
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	14
1.1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	15
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.1.4	Les marchés boursiers	17
1.1.5	Le taux de change de l'euro	18
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	19
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.1.8	Le commerce extérieur	23
1.1.9	La balance des paiements	24
1.1.9.1	Le compte des transactions courantes	24
1.1.9.2	Le compte financier	25
1.2	La situation économique au Luxembourg	26
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	26
1.2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	26
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	34
1.2.2	La comptabilité nationale	35
1.2.3	L'industrie	36
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	39
1.2.7.1	L'emploi	39
1.2.7.2	Le chômage	41
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	47
1.2.8.3	Les organismes de placement collectif	61
1.2.9	Le commerce extérieur	63
1.2.10	La balance des paiements courants	64
1.2.10.1	Le compte courant	64
1.2.10.2	Le compte financier	65
1.2.11	Les projections macro-économiques	72
1.2.12	Les finances publiques	76

2.1	Le calcul d'indices des conditions monétaires pour la zone euro et le Luxembourg	87
2.1.1	Introduction	87
2.1.2	L'indice des conditions monétaires: considérations théoriques	87
2.1.2.1	Définition de l'indice des conditions monétaires (ICM)	87
2.1.2.2	Le recours à l'ICM	88
2.1.2.3	La période de base	89
2.1.2.4	Déterminer les poids relatifs	89
2.1.2.5	Interpréter l'ICM	92
2.1.3	L'ICM pour la zone euro et pour le Luxembourg	92
2.1.3.1	L'ICM pour la zone euro	92
2.1.3.2	Re-équilibre des conditions monétaires	94
2.1.3.3	Le recours à l'ICM en tant qu'indicateur avancé: zone euro	95
2.1.4	Un ICM pour le Luxembourg	96
2.1.4.1	Une application de l'ICM au Luxembourg	97
2.1.4.2	Calculer l'ICM pour le Luxembourg	98
2.1.4.3	Le recours à l'ICM comme indicateur avancé	99
2.1.4.4	Conditions monétaires: une comparaison du Luxembourg avec la zone euro	100
2.1.5	Conclusion	101
2.2	La position extérieure globale du Luxembourg	104
2.2.1	Définition et méthodologie	104
2.2.2	La position extérieure globale nette et ses principales composantes à fin 2004	109
2.2.3	Les entités financières spécialisées et la position d'investissements directs	110
2.2.4	Le rôle des OPC dans la position d'investissements de portefeuille	111
2.2.5	Les encours d'autres investissements	112
2.2.6	Conclusion	113
2.3	Das Preissetzungsverhalten im Euroraum	114
2.3.1	Die Analyse individueller Verbraucherpreisdaten	114
2.3.2	Die Analyse anhand von Firmenerhebungen	116
2.4	Comportement de fixation des prix: Resultats d'une enquête auprès des entreprises luxembourgeoises	119
2.5	l'identité de Fisher et l'interaction entre l'inflation et la rentabilité des actions: l'importance des régimes sous-jacents aux marchés boursiers	121

2.6	The Eurosystem	123
2.6.1	The Eurosystem as an institutional concept	124
2.6.1.1	The Eurosystem as an EU body	124
2.6.1.2	The characteristics of the Eurosystem	126
2.6.2	The Eurosystem as an operational concept	131
2.6.2.1	The decentralisation principle	131
2.6.2.2	The organisation of Eurosystem activities	132
	Conclusion	134

---

### **3 STATISTIQUES** **136**

---



---

### **4 ACTUALITÉS** **188**

---

4.1	Actualités	190
4.2	Liste des circulaires de la BCL	191
4.3	Publications de la BCL	193
4.4	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	197
4.5	Liste des abréviations/List of Abbreviations	201

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 1<sup>er</sup> décembre 2005



## EDITORIAL

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé le 1<sup>er</sup> décembre 2005 de relever les taux directeurs de l'Eurosystème de 25 points de base, après les avoir maintenus à des niveaux historiquement bas pendant deux ans et demi. Cette décision est justifiée par la volonté d'ajuster l'orientation accommodante de la politique monétaire, tout en tenant compte des risques pesant sur la stabilité des prix. Cette décision contribuera à maintenir solidement l'ancrage des anticipations d'inflation dans la zone euro à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. L'ancrage des anticipations d'inflation constitue la condition indispensable pour que la politique monétaire continue d'apporter une contribution à la croissance économique dans la zone euro. Les taux d'intérêt, tant nominaux que réels, se situent toujours à des niveaux très bas. Par conséquent, l'orientation de la politique monétaire demeure accommodante et constitue toujours un puissant soutien de l'activité économique et de la création d'emplois.

Les données récentes et les résultats d'enquête relatifs à la zone euro signalent le raffermissement de l'activité économique dans la seconde moitié de l'année. Selon la première estimation, la croissance trimestrielle du PIB s'est établie à 0,6% au troisième trimestre 2005, après 0,4% au trimestre précédent. L'orientation haussière de la demande mondiale devrait appuyer les exportations de la zone euro. L'investissement devrait continuer de tirer avantage des conditions de financement toujours favorables et du fort accroissement des résultats des entreprises. La consommation privée devrait évoluer en ligne avec le développement attendu du revenu réel disponible. Les risques à la baisse pesant sur ce scénario d'évolution de l'activité économique sont liés essentiellement au niveau plus élevé qu'anticipé des prix du pétrole, aux inquiétudes relatives aux déséquilibres mondiaux et au niveau relativement bas de la confiance des consommateurs.

Ainsi, selon les dernières projections établies par les experts de l'Eurosystème, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait s'établir à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 1,2% et 1,6% en 2005, et entre 1,4% et 2,4% en 2006 et en 2007. Par rapport aux projections de septembre 2005 des services de la BCE, les fourchettes prévues pour la croissance du PIB en volume en 2005 et en 2006 ont été légèrement revues à la hausse.

Ces récentes projections indiquent que la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,3% en 2005, pour se situer entre 1,6% et 2,6% en 2006. Par rapport aux projections macroéconomiques publiées en septembre 2005, les intervalles de projection pour l'inflation de 2006 ont été revus à la hausse en raison de la hausse des cours du pétrole. Ces projections en matière de prix reflètent également l'hypothèse d'une persistance de l'actuelle modération salariale.

Les indicateurs conjoncturels confirment la poursuite de l'amélioration conjoncturelle et suggèrent que l'économie luxembourgeoise fait preuve d'une résistance remarquable face au choc pétrolier. Les indicateurs sont orientés favorablement pour la deuxième année consécutive. Il paraît justifié de revoir à la hausse nos projections de la croissance économique du Luxembourg pour l'année 2005 qui s'établissent désormais dans une fourchette allant de 3,5% à 4,1%. En outre, nous tablons sur une légère accélération en 2006, ce qui laisserait présager une croissance économique située dans une fourchette comprise entre 3,5% et 4,5% en 2006. Le Luxembourg connaîtrait alors pour la troisième année consécutive une croissance économique appréciable, de surcroît supérieure à la croissance observée dans les pays voisins et au sein de la zone euro. Ces projections sont cependant entourées d'un degré d'incertitude particulièrement prononcé en raison de changements méthodologiques à intervenir sous peu au niveau du traitement statistique des Services d'Intermédiation Financière Indirectement Mesurés (SIFIM). Etant donné l'importance du secteur financier ainsi que le poids et la volatilité des SIFIM dans les comptes nationaux du Luxembourg, cet ajustement méthodologique est susceptible d'engendrer des changements significatifs du niveau et du profil de la croissance du PIB.

L'inflation annuelle du Luxembourg s'est accélérée au cours des derniers mois, en raison, principalement, de la flambée des prix des produits pétroliers. Ainsi, l'inflation globale est passée de 2,2% en juin à 3,1% en octobre 2005, soit le taux annuel le plus élevé observé depuis mai 2001. Les écarts d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes se sont détériorés depuis fin 2004 pour s'établir à respectivement 0,4 et 0,5 point de pourcentage au troisième trimestre 2005. Selon les dernières projections de la BCL, l'inflation mesurée par l'IPCN demeurerait, en moyenne, supérieure à 2% sur l'horizon de prévision et la décélération de l'inflation globale, de 2,5% en 2005 à 2,2% en 2006, ne serait attribuable qu'à une moindre contribution de la composante énergie. L'IPCN excluant l'énergie connaîtrait notamment une légère accélération en 2006, basée sur une inflation plus élevée des prix des services. La prochaine tranche indiciaire est désormais prévue pour la fin de l'année 2006 ou le début de l'année 2007.

Le nombre de chômeurs a franchi la barre des 10 000 personnes en octobre 2005. Dans ce contexte, le taux de chômage s'est établi à 4,8% en octobre 2005 après 4,3% douze mois plus tôt. Cette escalade du taux de chômage «non ajusté» n'est pas exclusivement de nature saisonnière mais découle également d'une détérioration de fond de la situation, comme en témoigne une hausse du taux de chômage «désaisonnalisé». Le taux de chômage devrait rester orienté à la hausse.

Selon les récentes projections de la BCL, le déficit de l'Etat consolidé se monterait à près de 4% du PIB en 2006. Cet important déficit est principalement imputable à une hausse soutenue des dépenses.

Selon ces mêmes projections, le déficit de l'ensemble des administrations publiques progresserait encore sous l'effet de la nette détérioration de la situation budgétaire de l'Etat central, pour atteindre 2,2% du PIB en 2005, 2,3% en 2006 et 2,5% en 2007. Ces déficits demeureraient inférieurs à la valeur de référence de 3% du PIB, tout en s'en rapprochant dangereusement. Les soldes budgétaires correspondants, prévus dans la septième actualisation du programme de stabilité du Luxembourg sont nettement plus favorables que les soldes projetés par la BCL en 2006 et en 2007. De surcroît, le déficit des administrations publiques se limiterait à 0,2% du PIB en 2008 selon cette même actualisation.

Les soldes structurels des administrations publiques tels qu'ils sont calculés au sein de cette actualisation s'amélioreraient à concurrence de 0,4% du PIB en 2006 et de 0,5% du PIB tant en 2007 qu'en 2008. Cette amélioration est cependant dans une très large mesure tributaire d'une estimation volontariste des impôts directs de 2006 à 2008. De plus, les mesures de maîtrise des dépenses publiques évoquées au programme sont encore assez imprécises à ce stade. Enfin, le déficit structurel prévu pour 2008 – à savoir 0,6% du PIB – serait certes conforme au Pacte de Stabilité et de Croissance réformé sous la Présidence luxembourgeoise de l'UE, mais ne prémunirait cependant pas efficacement le Luxembourg contre une violation de la valeur de référence d'un déficit de 3% du PIB, du fait de la forte variabilité des recettes et des dépenses publiques et ne permettrait pas d'enrayer le processus de détérioration de la situation patrimoniale des administrations publiques. Un effort de consolidation budgétaire supérieur à 0,5% du PIB par an s'imposerait par conséquent en 2007 et en 2008, d'autant plus que la conjoncture serait bien orientée au cours de ces deux années.

Ce bulletin comprend également six analyses et résumés non-techniques de cahiers d'études. Dans ce cadre, il y a lieu de souligner que plusieurs de ces analyses sont dédiées à l'économie monétaire et à l'inflation.

La première analyse présente le calcul d'indices des conditions monétaires (ICM) pour la zone euro et le Luxembourg. Elle montre que les indices des conditions monétaires ne doivent ni être considérés comme indicateur fondamental de l'orientation de la politique monétaire, ni être maniés de façon machinale. L'analyse indique qu'au cours de la phase III de l'union monétaire européenne les conditions monétaires étaient en général relativement souples par rapport à la période précédente. Cela s'applique tant au Luxembourg qu'à la zone euro.

La deuxième contribution qui traite de la position extérieure globale du Luxembourg montre qu'à la fin 2004, les avoirs extérieurs nets du Luxembourg ont atteint 27,8 milliards d'euros (soit 108% du PIB nominal) contre 24 milliards d'euros (100% du PIB) à la fin de l'année 2003. Cette hausse tient essentiellement au surplus de la balance courante qui s'est élevé à 11% du PIB en 2004. Les effets de revalorisation n'ont pas beaucoup affecté la position extérieure nette pour la simple raison qu'ils ont eu un impact positif similaire (1,75% environ) sur les avoirs et sur les engagements bruts.

La troisième contribution est consacrée au comportement de fixation des prix dans plusieurs pays de la zone euro et se base à la fois sur une étude détaillée de l'évolution des prix à la consommation individuels ainsi que sur une enquête auprès des entreprises. Les résultats suggèrent que la fréquence des changements de prix est moins élevée dans la zone euro qu'aux Etats-Unis. En outre, les résultats suggèrent un degré d'hétérogénéité substantiel au niveau de la fréquence d'un changement de prix entre les types de produits analysés. Ainsi, on constate des changements peu fréquents pour les prix des services, alors que les prix des produits énergétiques et des produits alimentaires non transformés affichent une fréquence de changement élevée. Dans la zone euro, les facteurs de rigidité des prix les plus pertinents sont les contrats implicites et explicites avec les clients ainsi qu'un manque de coordination dans le processus d'ajustement des prix.

La quatrième analyse expose les principaux résultats d'une enquête menée auprès d'entreprises luxembourgeoises sur leur comportement en matière de fixation des prix. Globalement, l'entreprise luxembourgeoise médiane ne réévalue et n'ajuste le prix de son produit principal que deux fois par an. Les entreprises ont déclaré que les augmentations des coûts salariaux et des autres coûts constituaient la source la plus importante d'une augmentation de prix. En outre, les diminutions de prix seraient principalement le résultat de prix en recul chez la concurrence ainsi que d'une réduction des coûts salariaux. Les facteurs de rigidité des prix les plus pertinents sont les contrats implicites ou explicites avec les clients ainsi qu'une courbe des coûts marginaux plate.

L'objet de la cinquième analyse est d'examiner la relation entre la rentabilité des actions et l'inflation à travers l'estimation de spécifications conformes à l'identité de Fisher sur des données relatives aux indices LuxX et Eurostoxx. L'innovation de cette analyse consiste en la prise en compte de l'instabilité temporelle de la relation inflation-rentabilité des actions dont l'origine peut être attribuée à des bulles spéculatives et/ou à des fluctuations non-dictées par les fondamentaux économiques. Les résultats obtenus laissent présager que les actions offrent une protection contre l'inflation et la variabilité de leur prix peut apporter des informations utiles aux banques centrales sur les anticipations inflationnistes des acteurs de ce marché.

La sixième contribution consiste en un article sur l'Eurosystème dans ses aspects institutionnels. L'Eurosystème, qui englobe la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales des douze Etats de la zone euro, est un concept largement utilisé. La constitution européenne tend à définir formellement ce concept. L'article décrit les caractéristiques juridiques de cet organisme au regard de ses principes constitutifs qui sont son caractère fédéral et son indépendance. Dans une seconde partie, sont présentés les aspects juridiques des activités de l'Eurosystème développées ces six dernières années.

Yves Mersch