

BULLETIN
2007/1



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	18
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	19
1.1.4	Les marchés boursiers	20
1.1.5	Les taux de change de l'euro	21
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	22
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	23
1.1.8	Le commerce extérieur	25
1.1.9	La balance des paiements	26
1.2	La situation économique au niveau de la Grande Region	28
1.3	La situation économique au Luxembourg	30
1.3.1	L'évolution des prix et des coûts	30
1.3.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	30
1.3.1.2	Les prix à la production industrielle	34
1.3.2	L'industrie	35
1.3.3	La construction	36
1.3.4	Le commerce et les autres secteurs	40
1.3.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	40
1.3.6	Le marché du travail	42
1.3.6.1	L'emploi	42
1.3.6.2	Le chômage	43
1.3.6.3	Les coûts salariaux	44
1.3.7	Le secteur financier	45
1.3.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	45
1.3.7.2	Les établissements de crédit	45
1.3.7.3	Les organismes de placement collectif	59
1.3.7.4	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	62
1.3.7.5	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	64
1.3.8	Le commerce extérieur	66
1.3.9	La balance des paiements	67
1.3.9.1	Le compte courant	67
1.3.9.2	Le compte financier	67
1.3.10	La croissance économique	68
1.3.10.1	Comptes nationaux annuels: Révisions apportées à la croissance annuelle du PIB réel	70
1.3.10.2	Comptes nationaux trimestriels: Estimation préliminaire de la croissance pour le premier trimestre 2007	70
1.3.11	Les finances publiques	71

2 ANALYSES 74

2.1	Un indicateur d'activité pour le Luxembourg	76
2.1.1	Les séries statistiques	76
2.1.2	Le modèle et les paramètres	77
2.1.3	Performance et prévisions	78
2.2	Présentation désagrégée des finances publiques: application au Luxembourg	80
2.2.1	Introduction	80
2.2.2	Présentation du cadre d'analyse : des soldes bruts des administrations publiques aux soldes structurels	80
2.2.3	Application au Luxembourg	82
2.2.4	Conclusion	89
2.3	Aktuelle Qualitätsmesszahlen zur Luxemburger Zahlungsbilanzstatistik	90
2.3.1	Überblick und Analyserahmen	90
2.3.2	Messzahlen zur Revisionsanalyse	91
2.3.2.1	Mittlere absolute prozentuale Abweichung (MAPE)	91
2.3.2.2	Mittlere absolute komparative Abweichung (MACE)	92
2.3.2.3	Wurzel der mittleren quadratischen relativen Abweichung (RMSRE)	92
2.3.3	Messzahlen zur statistischen Konsistenz	94
2.3.3.1	Messungen zur internen Konsistenz	94
2.3.3.2	Messungen zur externen Konsistenz	96
2.3.4	Kritische Würdigung und Schlussfolgerungen	97
2.3.5	Literaturverzeichnis	99
2.4	Nicht-technische Zusammenfassung des Arbeitspapiers «Eine Analyse regionaler Pendlerströme in der Europäischen Union»	100

3 STATISTIQUES 102

4 ACTUALITÉS 162

4.1	Conférences	162
4.2	Liste des circulaires de la BCL	178
4.3	Publications de la BCL	181
4.4	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	186
4.5	Liste des abréviations/List of abbreviations	190

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, septembre 2007

EDITORIAL

Au terme de son examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé, lors de sa réunion du 6 septembre 2007, de laisser les taux directeurs de l'Eurosystème inchangés. Le Conseil des gouverneurs est d'avis que les informations les plus récentes ont confirmé que des risques à la hausse continuent de peser sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Les dernières données macroéconomiques confirment également la solidité des fondamentaux de la zone euro et vont dans le sens d'une évolution à moyen terme favorable pour la croissance du PIB en volume. Dans ce contexte, l'orientation de la politique monétaire de la BCE est toujours accommodante, comme l'atteste notamment la vigueur de la croissance de la monnaie et du crédit dans la zone euro. Parallèlement, la volatilité des marchés financiers et la réappréciation du risque ces dernières semaines ont conduit à un accroissement de l'incertitude. Compte tenu du degré élevé d'incertitude, il est approprié de collecter des informations supplémentaires et d'examiner les nouvelles informations avant de tirer des conclusions pour la politique monétaire. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre très attentivement l'ensemble de ces évolutions.

Les récentes projections établies par les services de la BCE indiquent que la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 1,9% et 2,1% en 2007 et entre 1,5% et 2,5% en 2008. Ces fourchettes projetées pour l'inflation en 2007 et 2008 se situent à l'intérieur des intervalles issus des projections de juin des experts de l'Eurosystème.

Ces mêmes projections de la BCE laissent augurer une croissance annuelle moyenne du PIB en volume de la zone euro comprise entre 2,2% et 2,8% en 2007 et entre 1,8% et 2,8% en 2008. Par rapport aux projections de l'Eurosystème établies en juin, la fourchette prévue pour la croissance du PIB en volume en 2007 a été légèrement ajustée à la baisse, en raison essentiellement des hypothèses d'un certain relèvement des prix du pétrole et d'un léger durcissement des conditions de financement de marché lié à la hausse des primes de risque moyennes.

L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'IPCN s'est inscrite sur une tendance baissière au cours des huit premiers mois de 2007, revenant à 1,9% en juillet et août, ce qui est principalement imputable aux effets de base favorables liés au renchérissement des produits pétroliers au cours du premier semestre 2006. Ces effets de base sont sur le point de s'estomper et l'inflation devrait s'accélérer nettement, atteignant 2,6% en rythme annuel au quatrième trimestre de 2007, contre 2,0% au troisième trimestre. La matérialisation d'une tendance moins défavorable au début de l'année 2008 est conditionnelle à une stabilisation du prix du pétrole en dollar ainsi qu'à une baisse de l'impact des mesures exogènes provenant du secteur public. Ainsi, selon les plus récentes projections de la BCL, l'inflation s'établirait, en moyenne, à 2,2% en 2007 et à 2,3% au premier semestre de 2008, soit toujours à un niveau supérieur à celui projeté pour nos principaux partenaires commerciaux.

Selon l'estimation préliminaire par le STATEC des comptes nationaux trimestriels, le PIB du Luxembourg a continué à faire preuve de dynamisme au premier trimestre de 2007. Selon ces premiers comptes nationaux trimestriels pour l'année en cours, la progression du PIB s'est en effet établie à 1,6% par rapport au trimestre précédent et à 6,2% par rapport au premier trimestre de l'année 2006. Si ces données se confirment et si la dynamique de croissance issue de cette estimation préliminaire continue au cours des trois derniers trimestres de l'année 2007, alors le taux de croissance en volume du PIB pour l'ensemble de l'année 2007 serait sensiblement plus élevé que la fourchette comprise entre 4,7% et 5,3% projetée par la BCL en juin 2007. Les indicateurs conjoncturels de court terme relatifs au deuxième trimestre de 2007 pour l'économie réelle semblent pour leur part corroborer le scénario d'une croissance soutenue. Cependant, il convient de rappeler la fragilité de ces conjectures, qui dépendent intimement des comptes nationaux trimestriels actuellement disponibles. En outre, ce jugement est basé sur l'hypothèse que la volatilité observée au cours des dernières semaines sur les marchés financiers n'aura d'impact majeur ni sur l'ensemble de l'économie du Luxembourg par le canal du crédit et le resserrement des conditions de financement ni sur le secteur financier par une détérioration des revenus des établissements de crédit.

La création d'emplois induite par la consolidation de la conjoncture s'est diffusée à l'ensemble des secteurs d'activité. Néanmoins, l'origine du chômage au Luxembourg n'est pas exclusivement de nature conjoncturelle et, pour différentes raisons, un certain nombre de chômeurs risque de ne pas retrouver un emploi en dépit de la vigueur de la conjoncture. En premier lieu, plus de la moitié des personnes inscrites auprès de l'ADEM ne disposent que d'une formation initiale de niveau primaire, ce qui constitue un obstacle lors de la recherche d'un emploi. Ensuite, une hausse significative du nombre de chômeurs de longue durée s'est manifestée. Ces derniers représentent désormais près de deux chômeurs sur cinq. Tant la dépréciation des compétences occasionnée lors d'une longue période au chômage que la concurrence avec les personnes à la recherche d'un emploi au sein de la Grande Région constituent des facteurs qui entravent la recherche fructueuse d'un emploi par ces chômeurs.

En ce qui concerne les finances publiques, l'accord salarial relatif aux agents de l'Etat conclu au début du mois de juillet et l'introduction du statut unique pour les salariés du secteur privé induiront un certain accroissement des dépenses de l'Etat. De surcroît, les événements sur les marchés financiers au cours des dernières semaines comportent le risque d'un moindre dynamisme de certains impôts, tels que la taxe d'abonnement ou les droits d'enregistrement, qui ont déjà fait preuve d'une volatilité certaine par le passé. Tout projet de budget devrait privilégier le principe de précaution en la matière, d'autant plus que les dépenses des administrations publiques sont élevées au Luxembourg.

Le présent Bulletin comprend également trois analyses et un résumé non technique d'un cahier d'études. La première analyse traite du futur indicateur d'activité pour le Luxembourg élaboré par la BCL. Il repose sur un modèle à facteurs dynamiques généralisé et se base sur 98 séries économiques et financières. La deuxième analyse renferme une présentation désagrégée des finances publiques du Luxembourg qui permet de dégager non seulement le solde structurel proprement dit, mais également les agrégats de recettes et de dépenses dont il est la résultante ainsi que leurs composantes. Cette présentation alternative permet d'accroître la transparence et l'exhaustivité de l'analyse des évolutions budgétaires. La troisième analyse présente des indicateurs quantitatifs de la qualité de la balance des paiements du Luxembourg. Finalement, la quatrième contribution constitue un résumé non-technique du cahier d'études de la BCL relatif aux flux de frontaliers à l'intérieur de l'Union européenne.

Yves Mersch