

BULLETIN
2006/1



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 et les décisions de politique monétaire	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	Les 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
1.2	La situation économique au niveau de la Grande Region	25
1.3	La situation économique au Luxembourg	27
1.3.1	L'évolution des prix et des coûts	27
1.3.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	27
1.3.1.2	Les prix à la production industrielle	30
1.3.2	L'industrie	32
1.3.3	La construction	33
1.3.4	Le commerce et les autres secteurs	34
1.3.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	34
1.3.6	Le marché du travail	35
1.3.6.1	L'emploi	35
1.3.6.2	Le chômage	37
1.3.6.3	Les coûts salariaux	38
1.3.7	Le secteur financier	39
1.3.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	39
1.3.7.2	Les établissements de crédit	40
1.3.7.3	Les organismes de placement collectif	63
1.3.8	Le commerce extérieur	67
1.3.9	La balance des paiements	67
1.3.9.1	Le compte courant	67
1.3.9.2	Le compte financier	68
1.3.10	La croissance économique	69
1.3.10.1	Comptes nationaux annuels: Révisions apportées à la croissance annuelle du PIB réel	69
1.3.10.2	Comptes nationaux trimestriels: Estimation préliminaire de la croissance pour le premier trimestre 2006	70
1.3.11	Les finances publiques	71

2 ANALYSES 82

2.1	L'Évolution récente des prix immobiliers au Luxembourg est-elle exceptionnelle?	85
2.2	Grenzübergreifende Pendlerströme in der Großregion: Ein Erklärungsversuch	101
2.3	La fiabilité des estimations de l'écart de production	106
2.4	Résumé non-technique du cahier d'études «La rigidité des prix: une comparaison internationale sur base des prix Internet»	113
2.5	Résumé non-technique du cahier d'études «La transition de la répartition à la capitalisation: application au régime général de pension luxembourgeois»	115

3 STATISTIQUES 118

4 ACTUALITÉS 252

4.1	Faits récents	254
4.2	Liste des circulaires de la BCL	262
4.3	Publications de la BCL	265
4.4	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	269
4.5	Liste des abréviations/List of abbreviations	273

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 31 août 2006

EDITORIAL

Le 3 août 2006, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de relever les taux directeurs de l'Euro-système de 25 points de base, portant ainsi le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement à 3%. Ce quatrième relèvement des taux d'intérêt intervenu depuis décembre 2005 contribuera à maintenir solidement l'ancrage des anticipations d'inflation dans la zone euro, à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Cet ancrage constitue une condition indispensable pour que la politique monétaire favorise, sur la durée, la croissance économique et la création d'emplois. La politique monétaire de l'Eurosystème demeure toujours accommodante. Un ajustement progressif de l'orientation accommodante de la politique monétaire se justifiera si les hypothèses et le scénario de référence retenus par le Conseil des gouverneurs continuent de se confirmer.

Les récentes projections établies par les services de la BCE indiquent que la progression moyenne de l'IPCH s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,3% et 2,5% en 2006, pour se situer entre 1,9% et 2,9% en 2007. Par rapport aux projections macroéconomiques de l'Eurosystème publiées en juin 2006, les intervalles de projection pour l'inflation ont été revus à la hausse. Des risques à la hausse continuent de peser sur les perspectives d'évolution des prix. Ces risques incluent de nouvelles augmentations des cours du pétrole, des répercussions sur les prix à la consommation plus fortes qu'envisagé actuellement, de nouveaux relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte et, plus fondamentalement, une progression des salaires plus importante que prévue.

Selon ces mêmes projections, la croissance du PIB en volume de la zone euro devrait s'établir à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 2,2% et 2,8% en 2006 et entre 1,6% et 2,6% en 2007. Par rapport aux projections de juin 2006, les fourchettes relatives à la croissance du PIB en volume ont été revues à la hausse tant pour 2006 que pour 2007. Les risques pesant sur ces projections de croissance économique sont globalement équilibrés à court terme.

L'inflation annuelle du Luxembourg a été relativement forte au cours de la période allant de janvier à juillet 2006, oscillant dans une fourchette de 2,9% et 3,2%, ce qui reflète dans une large mesure le renchérissement des produits pétroliers. Selon les plus récentes projections de la BCL, l'inflation aurait atteint un sommet au deuxième trimestre 2006. Elle devrait converger graduellement vers un taux légèrement supérieur à 2% en juin 2007. Cette baisse de l'inflation serait largement attribuable à la décélération de l'inflation des produits énergétiques. L'inflation mesurée par l'IPCN s'établirait, en moyenne, à 2,9% en 2006 et à 2,5% au premier semestre 2007.

Les prochaines projections de la BCL concernant le PIB réel seront publiées en décembre 2006 et se baseront sur les comptes nationaux disponibles d'ici là.

Un encadré intitulé «Un bref aperçu de la transmission de la politique monétaire aux taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises» conclut que la transmission est beaucoup plus complète pour les taux créditeurs qu'elle ne l'est pour les taux débiteurs. Malgré tout, c'est avec un délai identique de six mois que les crédits immobiliers, les dépôts des ménages et ceux des sociétés non financières (SNF) ont intégré la totalité du double assouplissement monétaire de mars et juin 2003. En revanche, sur la période de resserrement monétaire entamée en décembre 2005, le degré de transmission des taux du marché monétaire aux crédits immobiliers a été relativement faible. Parallèlement, les

crédits aux SNF semblent avoir intégré de façon plus complète et plus rapide les hausses que les baisses des taux au cours de cette période. Quant au délai d'ajustement de la rémunération des dépôts au resserrement monétaire, il a atteint trois mois pour les ménages alors que cet ajustement a été quasiment immédiat pour les SNF.

Un autre encadré vise à appréhender la neutralité actuarielle de l'actuelle formule de calcul des pensions de vieillesse du régime général. Pour deux cas types, à savoir un homme et une femme au revenu cotisable moyen, les pensions actualisées excèdent largement les cotisations correspondantes. Ces transferts actualisés des administrations publiques aux pensionnés vont s'accroître dans le sillage de l'allongement de la durée de vie, ce qui met en relief l'ampleur des défis budgétaires futurs. Par ailleurs, ces transferts tendent généralement à décliner lorsque l'âge de départ à la retraite est plus tardif. Dans un tel contexte, un individu rationnel opterait pour une retraite précoce.

Ce bulletin comprend également cinq analyses et résumés non techniques de cahiers d'études. La première analyse, qui porte sur le marché immobilier luxembourgeois, évalue le récent cycle de hausse des prix au regard des cycles précédents et de l'évolution des prix observée dans d'autres pays industrialisés. La deuxième contribution identifie un certain nombre de facteurs explicatifs des flux de frontaliers au sein de la Grande Région. La troisième analyse fournit une mise à jour des estimations de l'écart de production pour le Luxembourg et procède dans un second temps à une évaluation de la fiabilité de ces estimations, notamment dans un contexte en temps réel (estimation pour la période en cours sur base de données provisoires et incomplètes). La quatrième contribution est dédiée aux principaux résultats du cahier d'études n°22 de la BCL, qui traite de la rigidité des prix à la consommation des produits vendus sur Internet. Finalement, la cinquième analyse constitue un résumé non-technique du cahier d'études n°23 de la BCL, relatif à la possible instauration de mécanismes de capitalisation pour le régime général de pension luxembourgeois.

Yves Mersch

