

BULLETIN
2006/2



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTEME

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 appliqués par les Instituts financiers et monétaires (IFM)	14
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	19
1.1.8	Le commerce extérieur	22
1.1.9	La balance des paiements	22
1.2	La situation économique au Luxembourg	24
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	24
1.2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	24
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	28
1.2.2	L'industrie	29
1.2.3	La construction	31
1.2.4	Le commerce et les autres secteurs	34
1.2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	35
1.2.6	Le marché du travail	36
1.2.6.1	L'emploi	36
1.2.6.2	Le chômage	37
1.2.6.3	Les coûts salariaux	39
1.2.7	Le secteur financier	39
1.2.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	39
1.2.7.2	Les établissements de crédit	40
1.2.7.3	Les organismes de placement collectif	55
1.2.8	Le commerce extérieur	59
1.2.9	La balance des paiements	60
1.2.9.1	Le compte courant	60
1.2.9.2	Le compte financier	60
1.2.10	La croissance économique	62
1.2.11	Les projections macro-économiques	63
1.2.12	Les finances publiques	68

2.1	La position extérieure globale du Luxembourg en fin décembre 2005	77
2.1.1	Introduction	77
2.1.2	L'évolution de la position extérieure nette entre fin décembre 2005 et fin décembre 2004	77
2.1.3	Les investissements directs entre le Luxembourg et l'étranger	81
2.1.3.1	Ventilation sectorielle et géographique des ID à l'étranger	82
2.1.3.2	Ventilation sectorielle et géographique des ID étrangers au Luxembourg	83
2.1.4	La position d'investissements de portefeuille	84
2.1.4.1	Le portefeuille d'avoirs en titres étrangers	85
2.1.4.2	Les engagements de portefeuille du Luxembourg	86
2.1.5	Les autres investissements (dépôts et crédits)	94
2.1.6	Conclusion	95
2.2	Elasticité de l'impôt sur les traitements et salaires: une estimation basée sur l'examen de cas types	98
2.2.1	Intérêt d'une estimation précise de l'élasticité	98
2.2.2	Estimations micro-économiques de l'élasticité pour différents cas types	99
2.2.3	L'élasticité globale: agrégation des cas types	102
2.2.4	Une application de la nouvelle estimation: estimation de l'impact de la non indexation des barèmes fiscaux	104
2.2.5	Éléments de conclusion	105
2.3	Analyse long terme du compte de profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois	106
2.3.1	Introduction	106
2.3.2	Méthodologie et explications sur le compte de profits et pertes	106
2.3.2.1	Couverture institutionnelle et géographique	106
2.3.2.2	Etendue temporelle / Actualité / Unités de mesure	106
2.3.2.3	Terminologie	106
2.3.3	Analyse annuelle des évolutions de l'agrégat du compte de profits et pertes de 1977 à 2005	107
2.3.3.1	Analyse des revenus	110
2.3.3.2	Analyse des coûts	110
2.3.3.3	Analyse des résultats	111
2.3.4	Analyse trimestrielle des évolutions de l'agrégat du compte de profits et pertes de 1994/03 à 2006/09	113
2.3.4.1	Analyse des revenus	114
2.3.4.2	Analyse des coûts	115
2.3.5	La particularité des revenus nets sur divers	116

2.3.6	Le rôle des OPC / l'influence des OPC sur le compte des profits et pertes des établissements de crédit luxembourgeois	117
2.4	Résumé non-technique du cahier d'études «Mesure de la production réelle et de la productivité du secteur bancaire Luxembourgeois: une analyse en panel sur des données trimestrielles»	119

3 STATISTIQUES **124**

4 ACTUALITÉS **184**

4.1	Faits récents	186
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)	197
4.5	Liste des abréviations/List of abbreviations	200

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 24 novembre 2006

EDITORIAL

Le 7 décembre 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 3,50%. Cette décision contribuera à maintenir les anticipations d'inflation dans la zone euro solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix. Cet ancrage constitue une condition indispensable pour que la politique monétaire contribue à une croissance économique soutenable et à la création d'emplois dans la zone euro. Les taux d'intérêt de la BCE restent bas, même après cet ajustement.

Les dernières projections établies par les services de l'Eurosystème indiquent que la progression moyenne de l'IPCH s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,3% en 2006, pour se situer entre 1,5% et 2,5% en 2007 et entre 1,3% et 2,5% en 2008. Par rapport aux projections macroéconomiques publiées en septembre 2006, les intervalles de projection pour l'inflation ont été revus à la baisse pour 2006 et 2007. Des risques de hausse des prix existent cependant. Ces risques sont liés aux répercussions des précédentes augmentations des prix du pétrole, à de nouvelles hausses de ces prix, ainsi qu'à des relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte. Plus fondamentalement, le dynamisme de la croissance du PIB en volume, ces derniers mois, l'amélioration sur les marchés du travail et une progression des salaires plus prononcée que prévu, constituent autant de risques à la hausse pour la stabilité des prix.

Selon ces récentes projections de l'Eurosystème, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume de la zone euro devrait s'établir entre 2,5% et 2,9% en 2006, entre 1,7% et 2,7% en 2007 et entre 1,8% et 2,8% en 2008. Par rapport aux projections de septembre 2006, les fourchettes relatives à la croissance du PIB en volume ont été revues à la hausse tant pour 2006 que pour 2007.

Au Luxembourg, un recul de l'inflation a été observé entre juillet et octobre 2006. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation national est ainsi graduellement revenu à 1,5% en octobre, soit le niveau le plus bas depuis août 1999, après avoir atteint son point culminant de 3,2% en juin 2006. Cette récente modération de l'inflation s'explique essentiellement par la baisse des prix des produits pétroliers. Le mois de novembre a cependant été caractérisé par une augmentation de l'inflation à 2,0%.

Selon les dernières projections de la BCL pour le Luxembourg, l'inflation mesurée par l'IPCN s'établirait, en moyenne, à 2,7% en 2006 et à 2,0% en 2007 et 2008. Le profil plat de l'inflation en 2007 et 2008 repose sur les facteurs suivants. La baisse du chômage qui se fait attendre et les mesures retenues lors des négociations de la Tripartite, devraient empêcher un dérapage des salaires. De plus, le scénario de base pour la zone euro ne prévoit pas de surchauffe des capacités de production. Dès lors, l'inflation importée devrait rester contenue. Sur base de ces projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévu pour la fin de l'année 2007. Etant donné l'évolution anticipée du prix du pétrole à un niveau en moyenne supérieur à 63 dollars le baril, la hausse automatique des salaires serait reportée au 1er mars 2008, conformément à la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires.

Au Luxembourg, le mécanisme d'indexation renforce les rigidités des salaires en retardant l'ajustement à des chocs, contribuant ainsi à la persistance de l'inflation. Toutefois, l'impact macroéconomique de l'indexation dépend de la fréquence relative des chocs de la demande et de l'offre. Face à un choc de la

demande, l'indexation peut même faciliter le retour à l'équilibre, mais 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.

S'agissant du profil de la croissance économique au Luxembourg, sur base de l'évolution conjoncturelle récente et du scénario macroéconomique pour le monde et la zone euro, la croissance économique s'accélérait en 2006 par rapport à 2005. Il paraît donc justifié de revoir à la hausse les projections de croissance pour l'année 2006, qui s'établissent désormais dans une fourchette allant de 5,0% à 5,6%. Le ralentissement de la demande internationale, prévu pour 2007, laisse présager une baisse de la croissance économique en 2007. Malgré ce fléchissement, la croissance du PIB en volume du Luxembourg devrait s'établir entre 3,7% et 4,7% en 2007 et entre 3,8% et 4,8% en 2008.

En dépit de perspectives d'emploi favorables, le taux de chômage demeure en augmentation tendancielle. Il pourrait encore augmenter sur l'horizon de projection. D'une part, la vague de licenciements annoncée au premier trimestre 2006 ne devrait être comptabilisée dans les statistiques du chômage qu'à la fin de l'année 2006; d'autre part, les nouveaux emplois créés pourraient continuer à être majoritairement occupés par des travailleurs non-résidents. Dès lors, le taux de chômage strict au Luxembourg pourrait avoisiner 4,8% en 2008. La tendance défavorable des perspectives d'évolution du taux de chômage du Luxembourg contraste avec la tendance à la baisse projetée pour le taux de chômage de la zone euro. Le taux de chômage du Luxembourg resterait cependant nettement inférieur à celui de la zone euro.

Les projections macroéconomiques décrites ci-dessus dessinent donc des évolutions favorables tant en matière de croissance, qui tournerait à son potentiel, qu'en matière d'inflation, qui s'approcherait enfin de celle de la zone euro, mais non en matière de chômage, qui resterait orienté à la hausse, justifiant de ce fait l'adoption de mesures structurelles.

Le Gouvernement a présenté la huitième actualisation du programme de stabilité à la fin de novembre. Selon le programme, les administrations publiques considérées dans leur globalité renoueraient avec l'équilibre budgétaire vers 2009. Cette stratégie est éminemment louable; sa mise en oeuvre requiert cependant la plus grande rigueur, en particulier du côté des dépenses. Divers facteurs de risque pourraient en effet se manifester sur l'horizon du programme. En premier lieu, les objectifs du programme ont pour condition la pérennité de l'actuelle embellie économique. En second lieu, les recettes publiques sont extrêmement volatiles au Luxembourg, de sorte qu'un brusque décrochage des recettes n'est nullement à exclure. Finalement, le retour à un équilibre précaire ne constitue pas un objectif approprié à moyen terme du fait notamment de la hausse prévisible des prestations de la sécurité sociale, en particulier en ce qui concerne les soins de santé, l'assurance-dépendance et les pensions. Seul un surplus financier des administrations publiques permettrait de faire face à ces défis. Il permettrait en outre de pallier la grande vulnérabilité des finances publiques dans une petite économie ouverte telle que le Luxembourg. Les travaux du futur groupe de réflexion sur les pensions sont d'une importance cruciale dans ce contexte.

La présente édition du Bulletin de la BCL contient trois analyses et un résumé d'un cahier d'études. La première analyse traite de la position extérieure globale du Luxembourg fin décembre 2005. La position nette du Luxembourg s'est améliorée pour s'établir à 34,4 milliards d'euros fin 2005. Cette augmentation s'explique par les flux nets de balance de paiements, les effets de valorisation s'étant compensés. La seconde analyse porte sur l'élasticité de l'impôt sur les traitements et salaires. La méthode proposée permet d'estimer de façon précise l'impact sur l'élasticité de tout amendement à la législation fiscale, comme une révision des taux ou des barèmes d'imposition ou encore la modulation de diverses réductions ou exemptions. La troisième contribution consiste en une analyse sur le long terme des comptes de profits et pertes des établissements de crédit au Luxembourg. Finalement, la quatrième contribution constitue un résumé du cahier d'études intitulé «Mesure de la production réelle et de la productivité du secteur bancaire luxembourgeois: une analyse en panel sur des données trimestrielles». L'étude montre que la productivité totale des facteurs du secteur bancaire affiche un taux de croissance élevé, quoique cyclique et volatil.

Yves Mersch