

Chapitre 1

LA SITUATION ECONOMIQUE ET
FINANCIERE

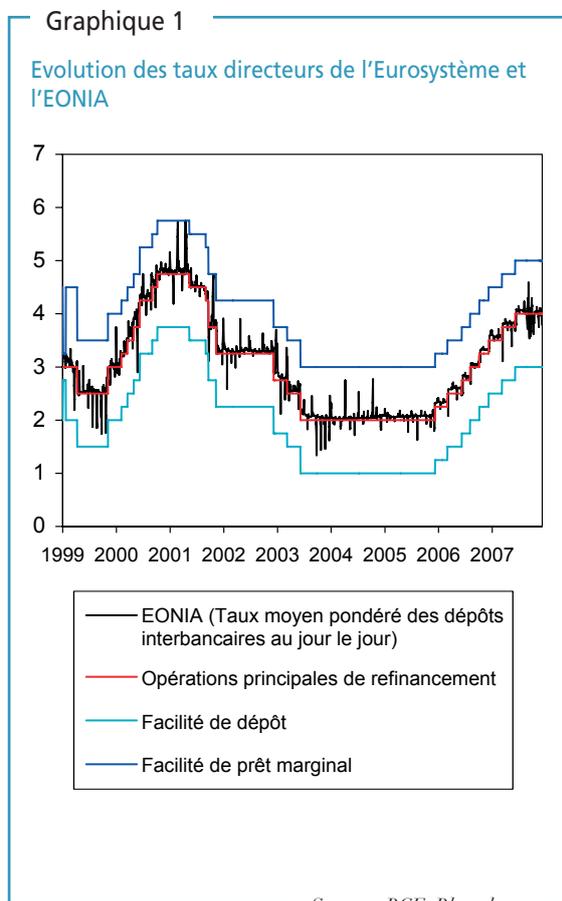
1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10

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	15
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	20
1.1.8	Le commerce extérieur	22
1.1.9	La balance des paiements	23
1.2	La situation économique au Luxembourg	25
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	25
1.2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	25
1.2.1.2	Projections d'inflation	26
1.2.1.3	Les prix à la production industrielle	29
1.2.2	La comptabilité nationale	33
1.2.3	L'industrie	35
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	43
1.2.7.1	L'emploi	43
1.2.7.2	Le chômage	44
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	48
1.2.8.3	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	63
1.2.8.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	65
1.2.8.5	Les organismes de placement collectif	68
1.2.9	Le commerce extérieur	71
1.2.10	La balance des paiements	72
1.2.10.1	Le compte courant	72
1.2.10.2	Le compte financier	73
1.2.11	Les projections macroéconomiques	74
1.2.12	Les finances publiques	78

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire

Après avoir modifié les taux directeurs en mars et en juin de l'année en cours, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé de laisser les taux d'intérêt inchangés. Le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement s'inscrit donc toujours à 4,00%, tandis que les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal s'inscrivent, respectivement, à 3,00% et à 5,00%.



Les informations les plus récentes ont confirmé l'existence de fortes tensions à court terme sur l'inflation et des risques à la hausse pesant sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme subsistent. Alors que les fondamentaux économiques de la zone euro demeurent solides, la réappréciation des risques sur les marchés de capitaux est toujours en cours et s'accompagne d'une incertitude persistante quant à l'in-

cidence potentielle sur l'économie réelle. Le Conseil des gouverneurs suivra très attentivement l'ensemble des évolutions, notamment les développements sur les marchés de capitaux, et agira de manière résolue et en temps opportun afin d'éviter que des effets de second tour et les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme ne se matérialisent; il veillera également à ce que les anticipations d'inflation à moyen et long termes demeurent solidement ancrées.

S'agissant de l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat le glissement annuel de l'IPCH s'est établi à 3,0% en novembre; la progression annuelle de l'IPCH fut de 2,1% en septembre et de 2,6% en octobre. Ces développements sont particulièrement inquiétants et découlent essentiellement de la hausse considérable des cours du pétrole et des prix des produits alimentaires. Par ailleurs, il est très probable que la progression annuelle de l'IPCH demeure nettement supérieure à 2% les prochains mois, avant de fléchir graduellement au cours de l'année prochaine. Selon les projections des services de l'Eurosystème faites en décembre, la progression annuelle de l'IPCH devrait s'inscrire entre 2,0% et 2,2% en 2007, avant d'augmenter pour s'établir entre 2,0% et 3,0% pour l'année à venir; en 2009, la progression annuelle de l'IPCH devrait se situer entre 1,2% et 2,4%. Par rapport aux prévisions de septembre, les fourchettes de projection ont été révisées à la hausse. Plusieurs risques à la hausse subsistent, tels des relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte plus importants que prévus, de nouvelles hausses des prix du pétrole et des produits agricoles, ainsi que des hausses salariales plus importantes qu'anticipées antérieurement.

Quant à l'évolution de la croissance économique, les fondamentaux économiques de la zone euro demeurent solides. La progression annuelle du PIB fut de 2,5% au deuxième trimestre et de 2,7% au troisième. Les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème faites en décembre indiquent que la progression annuelle du PIB réel devrait se situer entre 2,4% et 2,8% en 2007, entre 1,5% et 2,5% en 2008, et entre 1,6% et 2,6% en 2009. Comparé aux projections de septembre, la fourchette de croissance du PIB en volume a été révisée en baisse pour l'année prochaine, alors que les projections pour l'année en cours se situent dans la partie supérieure de la fourchette établie antérieurement. Ces projections présupposent une poursuite de l'activité économique mondiale à un rythme soutenu, le ralentissement de la croissance économique aux États-Unis étant partiellement compensé par la vigueur persistante de l'activité économique des

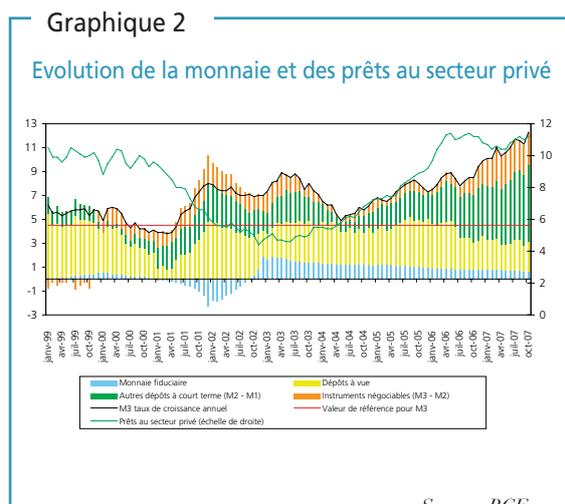
marchés émergents. La demande extérieure devrait donc continuer de soutenir les exportations de la zone euro et l'investissement; la hausse de la consommation au sein de la zone euro devrait également contribuer à la croissance économique. S'agissant des risques pesant sur les perspectives de croissance, ils sont largement orientés à la baisse. Ils sont liés pour l'essentiel à l'éventualité d'une incidence plus forte des tensions sur les marchés de capitaux sur la confiance, la croissance et les conditions de financement, à de nouvelles hausses des prix du pétrole et des matières premières ainsi qu'aux préoccupations relatives aux pressions protectionnistes et aux perturbations que pourraient susciter les déséquilibres mondiaux.

L'analyse monétaire a également permis d'identifier la présence de risques à la hausse sur la stabilité des prix à moyen et long termes. Malgré l'ajustement continu de l'orientation accommodante de la politique monétaire dans la zone euro, la liquidité demeure abondante. La progression annuelle de l'agrégat large M3 est passée de 10,4% au premier trimestre à 11,5% au troisième, s'inscrivant à son sommet historique de 12,3% en octobre. Du côté des crédits, les prêts au secteur privé ont progressé de plus de 11% sur base annuelle entre juillet et septembre, par rapport à 10,6% et 10,5% au premier et deuxième trimestres; le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé s'est établi à 11,2% en octobre, proche de son sommet historique.

La vigueur de la croissance de la monnaie et du crédit peut avoir été influencée par certains développements temporaires ou spécifiques, comme l'aplatissement de la courbe des rendements ou encore la volatilité sur les marchés de capitaux. En effet, suite à l'aplatissement de la courbe des rendements, les dépôts à court terme demeurent attractifs par rapport aux actifs plus risqués à plus long terme qui ne sont pas compris dans M3. La modération du taux de croissance de l'agrégat étroit M1 et de sa contribution à la progression annuelle de M3 s'est poursuivie, indiquant que l'impact de la hausse des taux directeurs sur les développements monétaires demeure incomplet. Quant aux instruments négociables (M3-M2), les turbulences sur les marchés de capitaux ont, dans une certaine mesure, conduit à des arbitrages de portefeuille au détriment des parts d'OPCVM monétaires en faveur d'autres actifs monétaires tels les titres de créance à court terme. Même si on tient compte de ces développements temporaires ou spécifiques, le taux sous-jacent d'expansion de la monnaie et du crédit est inférieur aux taux d'affiche mais demeure élevé.

S'agissant de la demande de monnaie sectorielle, on constate que le taux de croissance des prêts aux sociétés non financières (SNF) reste très élevé, surtout en ce qui concerne les crédits à court terme. La progression annuelle des prêts accordés aux ménages a ralenti depuis septembre. Certaines évolutions indiquent d'ailleurs que les turbulences de marché pourraient avoir eu une incidence sur les prêts (et les dépôts) des autres intermédiaires financiers (AIF).

En ce qui concerne l'apport de liquidité effectué à l'initiative de la Banque centrale européenne en août et septembre, il est important de comprendre que l'objectif de ces opérations d'open market supplémentaires fut de stabiliser les marchés, notamment le marché monétaire et le taux sur les dépôts interbancaires au jour le jour mais aussi les marchés monétaires à terme. Il convient aussi de noter que toutes les positions inter-IFM ainsi que celles entre les IFM et la banque centrale sont éliminées dans le cadre du bilan consolidé des IFM; ainsi, l'incidence directe de l'apport de liquidité sur les agrégats monétaires et sur le crédit est neutre. Compte tenu de la nervosité persistante sur les marchés monétaires, le Conseil des Gouverneurs a décidé de prolonger les opérations exceptionnelles de financement à plus long terme.



1.1.2 Les taux d'intérêt des IFM de la zone euro

Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques de la zone euro ont nettement progressé au cours des trois premiers trimestres de l'année 2007. Par prudence, cette situation doit être avant tout reliée aux différentes hausses du taux de refinancement de l'Eurosystème depuis décembre 2005.

Le coût des crédits immobiliers à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, s'est renchéri au cours de l'année 2007. Il atteint 5,22% au 30 septembre 2007, contre 4,56% en décembre 2006, soit une progression de 66 points de base.

Le coût de crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, est passé de 6,05% en décembre 2006 à 6,82% en septembre 2007 soit une progression de 77 points de base.

Le coût des autres crédits à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a progressé de façon plus limitée au cours de l'année 2007, passant de 4,93% en décembre 2006 à 5,46% en septembre 2007, soit 53 points de base supplémentaires.

Le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a progressé de 85 points de base pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros et de 70 points de base pour la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros. Ceux-ci atteignent respectivement 5,93% et 5,20% en septembre 2007 contre 5,08% et 4,50% en décembre 2006.

La rémunération des dépôts sur les trois premiers trimestres de l'année 2007 a été légèrement plus élevée pour les ménages (+79 points de base) qu'elle ne l'a été pour les SNF (+67 points de base); les rémunérations respectives des dépôts de ces deux catégories atteignent 4,06% et 4,14% au 30 septembre 2007.

1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme

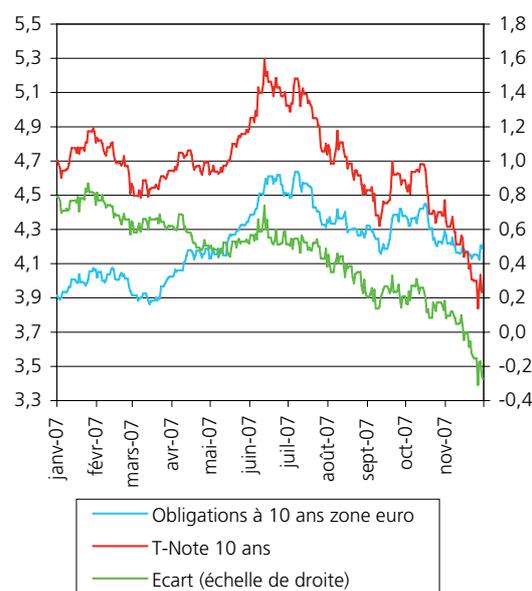
Après la chute des rendements obligataires publics dans la zone euro et aux Etats-Unis suite aux turbulences sur les marchés du crédit, les taux longs se sont stabilisés de part et d'autre de l'Atlantique, avant d'embarquer sur une nouvelle trajectoire baissière à partir de la mi-octobre; en effet, à partir de la mi-octobre les taux longs américains en particulier ont fléchi considérablement. Au cours de la période sous revue, les obligations d'Etat ont continué à fortement réagir à l'évolution des

marchés du crédit, ainsi qu'à leur incidence sur les anticipations de politique monétaire et sur les perspectives économiques dans leur ensemble.

Le rendement sur les titres publics de la zone euro est passé de 4,24% fin août à 4,22% au 30 novembre, alors que le rendement sur les obligations américaines est passé de 4,53% à 3,94%. Ainsi, l'écart entre les deux rendements a considérablement fléchi, devenant même négatif vers la mi-novembre pour s'inscrire à -28 points en fin de période. On constate d'ailleurs que les rendements réels dans la zone euro et aux Etats-Unis se sont fortement inscrits en baisse à partir de la mi-octobre. La prime de terme de la zone euro (mesurée par la différence entre les taux longs et l'Euribor de trois mois) s'est d'abord quelque peu normalisée; elle a cependant atteint son creux de l'année vers la fin du mois de novembre.

Graphique 3

Les rendements des titres publics à long terme



Sources: BCE, Bloomberg, calculs BCL

Si les taux longs avaient fortement reculé en juillet et en août dans un climat de volatilité accrue, les marchés se sont stabilisés à partir de septembre suite à l'inversion partielle des mouvements de report sur les valeurs refuges. Les rendements des titres publics à long terme de la zone euro ont largement suivi l'évolution des taux

longs américains qui se sont tendus en septembre suite à un redressement de la prime de risque sur les marchés obligataires, notamment après la décision du Comité fédéral d'open market de baisser de 50 points de base le taux objectif des fonds fédéraux. Au cours de la deuxième moitié du mois, les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro se sont cependant découplés: si les taux longs de la zone euro se sont tendus suite à une légère dégradation des perspectives d'inflation, les rendements américains se sont inscrits en baisse en raison d'un nouveau renforcement des craintes relatives à l'évolution des marchés du crédit qui a conduit les opérateurs de marché à revoir à la baisse leurs anticipations concernant les taux directeurs.

En octobre, les rendements obligataires se sont d'abord tendus de concert de part et d'autre de l'Atlantique suite à la publication de données propices aux Etats-Unis laissant supposer une amélioration des perspectives économiques; la volatilité implicite a également fléchi dans cette période. Cependant, à partir de mi-octobre les titres publics ont à nouveau joué le rôle de valeurs sûres suite à la réapparition de turbulences sur les marchés du crédit; la baisse des taux par le Comité fédéral d'open market à la fin du mois n'a que partiellement atténué ces craintes. L'évolution des rendements obligataires réels témoigne d'ailleurs d'une détérioration des perspectives de croissance à partir de mi-octobre, sans doute suite à la flambée des prix pétroliers ainsi qu'à l'évolution du marché immobilier américain et de l'incertitude sur les marchés de capitaux; dans la zone euro, les rendements réels représentés par l'OAT€i à dix ans (obligation émise par le Trésor français indexée sur l'IPCH hors tabac de la zone euro) ont également fortement fléchi à partir de mi-octobre.

Les développements précités ont largement continué à influencer les marchés en novembre, notamment en ce qui concerne les développements sur les marchés du crédit. En effet, plusieurs grandes banques d'investissement ont annoncé, au cours de ce mois, des dépréciations d'actifs en raison de leur exposition aux titres

adossés à des crédits immobiliers («mortgage-backed securities») qui ont été particulièrement touchés par les perturbations sur les marchés du crédit. Ces annonces ont conduit à de nouveaux mouvements de report vers les valeurs sûres. Vers la mi-novembre, l'écart de rendement entre les taux longs américains et ceux de la zone euro est tombé en-dessous de zéro; si les opérateurs de marché ont révisé à la baisse leurs anticipations d'activité économique dans la zone euro, la détérioration des perspectives de croissance fut nettement plus importante aux Etats-Unis, comme en témoigne l'évolution des rendements réels de part et d'autre de l'Atlantique.

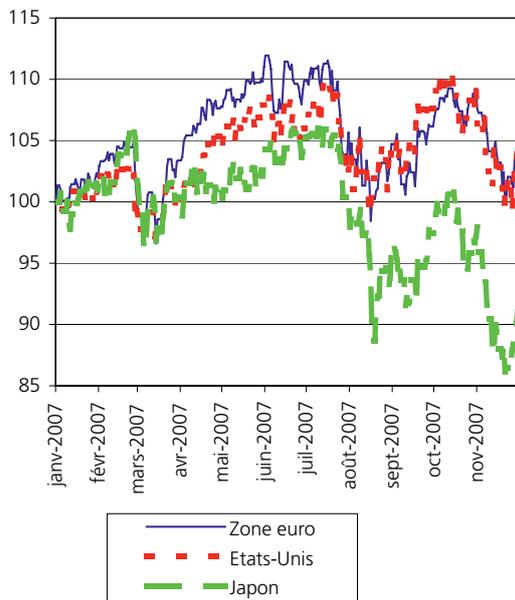
1.1.4 Les marchés boursiers

Tout comme les marchés obligataires, les marchés boursiers se sont stabilisés à partir de la mi-août tout en progressant dans un climat de volatilité accrue. Si une baisse des rendements sur les obligations publiques (qui servent de taux d'actualisation pour la valorisation des actions) a tendance à soutenir les cours boursiers, dans la période sous revue les marchés boursiers et les rendements obligataires ont souvent évolué en parallèle en raison du mouvement de report sur les valeurs sûres. Alors que l'évolution des marchés du crédit a eu une forte incidence sur les développements boursiers, les résultats effectifs et attendus ont pour partie soutenu les cours aux Etats-Unis et dans la zone euro. Les marchés boursiers, dont surtout l'indice japonais, ont d'ailleurs fortement réagi aux développements sur les marchés des changes, notamment suite aux évolutions liées aux opérations de portage («carry trades») qui consistent à tirer parti de l'écart de rendement entre actifs libellés en devises de financement (comme le yen) et de placement.

Globalement, entre fin août et fin novembre, les cours boursiers américains et ceux de la zone euro se sont très légèrement appréciés, alors que le Nikkei 225 a fléchi de plus de 5%. Ainsi, en fin de période, le Standard and Poor's 500 s'est inscrit à 1 481,14 points, le Dow Jones EuroStoxx à 417,26 points et l'indice japonais à 15 680,67 points.

Graphique 4

Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon



Sources: Bloomberg, calculs BCL

Note: Indice large Dow Jones EuroStoxx pour la zone euro, indice Standard & Poor's 500 pour les Etats-Unis et indice Nikkei 225 pour le Japon.

Le rebond des cours boursiers est en fait observable à partir de mi-août quand les turbulences sur les marchés du crédit, qui avaient affecté le Nikkei 225 plus fortement que les deux autres indices, ont commencé à s'atténuer. Après un bref repli début septembre, les cours ont embarqué sur une trajectoire haussière suite à un retour à la normale sur les marchés du crédit soutenu par la baisse plus importante que prévue des taux directeurs du Comité fédéral d'open market. Aux Etats Unis et dans la zone euro, des résultats effectifs et attendus toujours propices ont donné de l'essor aux cours. La volatilité implicite s'est d'ailleurs modérée en septembre et début octobre.

Dans la première moitié du mois d'octobre, une amélioration des perspectives économiques aux Etats-Unis a soutenu les marchés boursiers; le Standard and Poor's 500 s'est même inscrit à un nouveau sommet de l'année. Pourtant, la progression annuelle du bénéfice effec-

tif par action aux Etats-Unis est revenue en deçà de 10% pour la première fois depuis l'été 2003 et un plus grand nombre d'entreprises et d'analystes professionnels des marchés boursiers ont revu à la baisse leurs estimations de bénéfices. A partir de la mi-octobre, une résurgence des inquiétudes liées aux perturbations sur les marchés du crédit faisait à nouveau plonger les cours suite à un nouveau mouvement de report vers les valeurs refuges et au détriment des investissements en actions. Au cours de quelques jours uniquement, le Dow Jones EuroStoxx se déprécia de 3%; l'indice américain chuta encore davantage alors que c'était à nouveau le Nikkei 225 qui fut touché le plus par l'augmentation des primes de risque. Le repli des cours boursiers fut cependant de courte durée et les marchés ont rebondi suite à la révision à la baisse, par les opérateurs de marché, des anticipations de l'évolution future du taux objectif des fonds fédéraux; ainsi, la baisse des taux directeurs par le Système de Réserve fédéral fin octobre n'eut guère d'incidence sur les cours puisqu'elle avait été largement anticipée. Suite à ces développements, la volatilité implicite a rebondi dans la deuxième moitié du mois d'octobre.

Début novembre, les marchés chutaient à nouveau suite à de nouvelles tensions sur les marchés du crédit et une détérioration des perspectives de croissance, notamment aux Etats Unis. L'indice japonais a d'ailleurs atteint son creux de l'année dans la deuxième moitié du mois. Outre les turbulences de marché, la flambée des prix pétroliers et la révision à la baisse des perspectives de croissance aux Etats-Unis ont pesé sur les cours en novembre. Néanmoins, vers la fin du mois les opérateurs de marché ont jugé que les dégagements massifs des semaines précédentes étaient peut-être un peu exagérés et les cours ont rapidement rebondi

1.1.5 Les taux de change de l'euro

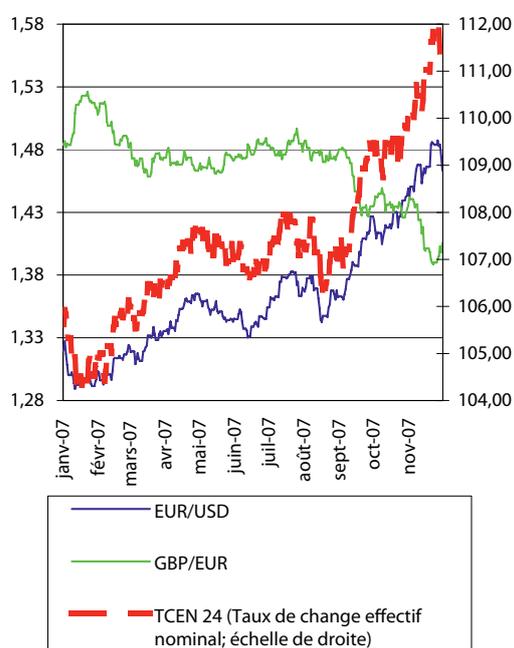
Depuis la mi-août, l'euro s'est fortement apprécié en termes de taux de change effectif nominal¹ (TCEN). Ce développement découle en premier lieu d'une forte appréciation du cours de change bilatéral de la monnaie unique par rapport au dollar américain; cependant, l'euro s'est également apprécié face à la livre sterling qui, tout comme le dollar, a été considérablement affectée par les turbulences sur le marché du crédit. Dans la deuxième moitié de l'année, l'euro était sujet à des revirements importants par rapport à certaines devises, notamment face au yen et au franc suisse utilisés en tant que devises de financement dans le cadre des stratégies de portage («carry trades»). On note aussi que l'euro s'est fortement déprécié face à la couronne tchèque qui elle aussi est utilisée à des fins de financement d'opérations de portage.

1 Il s'agit du taux de change de l'euro par rapport aux devises des vingt-quatre principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Entre fin août et fin novembre, le TCEN s'est apprécié de 3,8%. Le taux de change bilatéral de la monnaie unique face au dollar est passé de USD 1,36 à 1,46 en fin de période, soit une appréciation de plus de 7%; en novembre, l'euro a d'ailleurs atteint un nouveau sommet historique par rapport au dollar. La devise unique s'est dépréciée de 5% contre la livre sterling, s'établissant à GBP 0,71 au 30 novembre.

Graphique 5

Les taux de change de l'euro



Sources: BCE, Bloomberg

En septembre, le TCEN a poursuivi sa tendance haussière sous le double effet d'une appréciation de l'euro face au dollar et à la livre sterling. Les perspectives sur le marché immobilier tant aux Etats-Unis qu'au Royaume-Uni s'étaient détériorées; les opérateurs de marché s'attendaient de plus en plus à une baisse des taux directeurs aux Etats-Unis, alors qu'au Royaume-Uni ils jugeaient que les taux directeurs avaient atteint leur sommet. La monnaie unique s'apprécia également face au yen japonais suite à la reprise des opérations de portage dans le sillage de la stabilisation des marchés du crédit.

Début octobre, l'euro s'est passagèrement affaibli par rapport au dollar malgré la publication de données défa-

vorables relatives aux perspectives sur le marché immobilier américain suite à laquelle les opérateurs de marché avaient revu à la baisse leurs anticipations de politique monétaire pour se redresser par la suite. Le TCEN a largement suivi le cours de l'euro face au dollar, mouvement qui jusqu'à la fin du mois fut renforcé par l'évolution de l'euro face à la livre sterling. Vers la mi-octobre, la monnaie unique s'est fortement dépréciée face au yen, sans doute suite à une diminution des positions des opérations de portage.

En novembre, l'euro a continué à s'apprécier par rapport au dollar et à la livre sterling en raison des tensions sur les marchés du crédit, mouvement qui s'est toutefois inversé à la fin du mois. L'annonce par un politicien chinois que la Chine devrait diversifier ses réserves de change contribuait à miner le dollar. De même, l'information que les pays du Golf persique allaient peut-être abandonner leur régime de change fixe par rapport au dollar afin de réduire les pressions inflationnistes a davantage soutenu la monnaie unique. L'euro s'est également fortement apprécié par rapport à la livre sterling en novembre pour atteindre un sommet de plus de quatre ans; ces développements étaient liés à des projections de croissance moins favorables et des perspectives d'inflation propices, ce qui permettrait de baisser les taux directeurs au Royaume Uni. En ce qui concerne le cours de change de l'euro par rapport au yen japonais, on constate que la devise unique a violemment chuté dans la première moitié du mois, pour se stabiliser par la suite.

S'agissant des devises incluses au mécanisme de change européen II (MCE II), la couronne slovaque s'est appréciée contre l'euro entre début octobre et la mi-novembre, se rapprochant de son sommet de l'année enregistré en mars. Le lats letton s'était d'abord déprécié par rapport à l'euro, avant de s'inscrire en hausse à partir de fin septembre. Depuis fin juin, l'euro s'est fortement déprécié envers la couronne tchèque (qui ne participe pas au MCE II).

A rappeler que, le 10 juillet 2007, le Conseil de l'Union européenne (UE) a adopté une décision autorisant Chypre et Malte à rejoindre la zone euro le premier janvier 2008. Dorénavant, la zone euro comprendra quinze Etats membres de l'UE. Les taux de conversion respectifs ont été fixés à CYP 0,585274 et MTL 0,429300.

1.1.6 L'évolution des prix à la consommation

Le taux de variation annuel de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est resté assez stable au cours de la période comprise entre janvier et août 2007, oscillant entre 1,7% et 1,9%. Au premier semestre 2007, des effets de base favorables liés aux hausses marquées

des prix de l'énergie enregistrées un an auparavant ont eu une incidence à la baisse sur l'inflation. Par la suite, le rythme annuel de progression de l'IPCH s'est fortement accéléré, atteignant 2,1% en septembre et 2,6% en octobre. Cette hausse de l'inflation s'explique, en grande partie, par l'évolution des taux annuels des prix de l'énergie et des produits alimentaires transformés.

En effet, le taux de variation annuel des prix de l'énergie est brusquement passé de -0,9% en août à 5,5% en octobre. Cette hausse du rythme annuel des prix de l'énergie en septembre et octobre a résulté de la combinaison du recul prononcé des prix de l'énergie un an auparavant et de la récente flambée de ces mêmes prix. Il convient de noter que la forte appréciation de l'euro envers le dollar au cours des derniers mois a quelque peu freiné la dynamique des cours du pétrole exprimés en euros et, partant, de l'inflation.

Essentiellement sous l'effet du renchérissement rapide des prix de certaines matières premières agricoles sur les marchés mondiaux, le taux annuel de variation des prix des produits alimentaires transformés a fortement augmenté ces derniers mois, ressortant à 3,8% en octobre 2007 contre 1,9% en juillet. Les facteurs à l'origine de cette évolution sont liés à la fois aux conditions de l'offre (flambée des prix de l'énergie, bas niveau des stocks, conditions météorologiques extrêmes dans certaines régions) et de la demande (consommation plus élevée de viande et de produits laitiers dans la plupart des économies émergentes, subventions pour les cultures destinées à la production de biocarburant).

Cette forte accélération du rythme annuel des prix des produits alimentaires transformés a été un des princi-

aux facteurs à l'origine de la récente accentuation du taux de progression annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie qui est ressorti à 2,1% en octobre, soit le taux de progression le plus élevé depuis fin 2004 et faisant suite à un taux stable à 1,9% durant la période allant de février à juillet 2007. Le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés s'est également inscrit en hausse en octobre pour atteindre 3,1%, après 2,0% le mois précédent.

L'augmentation annuelle des prix des services est demeurée prononcée au cours des derniers mois, atteignant 2,5% en septembre et octobre 2007, bien qu'en léger retrait par rapport au taux de 2,6% enregistré les quatre mois précédents. La tendance globalement haussière des tensions sur les prix des services enregistrée depuis la fin 2006 (taux annuel de 2,0% en décembre 2006) est liée en partie au relèvement de la TVA en Allemagne, mais reflète également une plus grande capacité des entreprises de services à répercuter la hausse des coûts sur les clients en raison des conditions favorables de demande.

En revanche, l'évolution du taux annuel des prix des produits manufacturés hors énergie a été assez modérée au cours des derniers mois, bien que leur hausse annuelle se soit légèrement renforcée à 1,1% en octobre contre 0,9% en juillet. Cette hausse du taux annuel des prix des produits manufacturés hors énergie pourrait, dans une certaine mesure, refléter les tensions inflationnistes tout au long de la chaîne de production liées aux évolutions récentes des prix à la production ainsi qu'au niveau record de l'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier.

Tableau 1 Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro (Variations annuelles en pourcentage)

	2005	2006	2006 oct.	2006 nov.	2006 déc.	2007 janv.	2007 févr.	2007 mars	2007 avril	2007 mai	2007 juin	2007 juil.	2007 août	2007 sept.	2007 oct.	2007 nov.
IPCH global	2,2	2,2	1,6	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	2,1	2,6	3,0
<i>dont</i>																
- Produits alimentaires non transformés	0,8	2,8	4,2	4,4	3,7	3,7	2,7	2,9	3,9	3,1	2,9	2,8	2,4	2,0	3,1	
- Produits alimentaires transformés	2,0	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0	1,9	2,5	3,1	3,8	
- Produits manufacturés hors énergie	0,3	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	
- Energie	10,1	7,7	-0,5	2,1	2,9	0,9	0,8	1,8	0,4	0,3	0,9	0,0	-0,9	3,0	5,5	
- Services	2,3	2,0	2,1	2,1	2,0	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	

Source: Eurostat

L'estimation rapide d'Eurostat concernant le glissement annuel de l'IPCH est ressortie à 3,0% en novembre 2007. Une ventilation détaillée des composantes de l'IPCH sera disponible mi-décembre. Néanmoins, les informations disponibles indiquent que la composante énergie a fortement contribué à l'inflation globale.

Selon les projections établies en décembre 2007 par les services de l'Eurosystème, la progression annuelle de l'IPCH devrait se situer entre 2,0% et 2,2% en 2007, entre 2,0% et 3,0% en 2008 et entre 1,2% et 2,4% en 2009. Comparées aux projections des experts de la BCE de septembre 2007, les nouvelles fourchettes calculées pour 2007 et 2008 se situent au-dessus des fourchettes établies précédemment. Les risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix à demeurent orientés à la hausse. Ces risques comprennent de nouveaux renchérissements du pétrole et des produits agricoles ainsi que des augmentations des prix administrés et de la fiscalité indirecte supérieures à celles envisagées jusqu'à présent. Des évolutions salariales plus fortes que prévu ne sont pas exclues et les entreprises pourraient être davantage en mesure d'imposer leurs prix de vente dans des segments du marché où la concurrence est faible.

1.1.7 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail

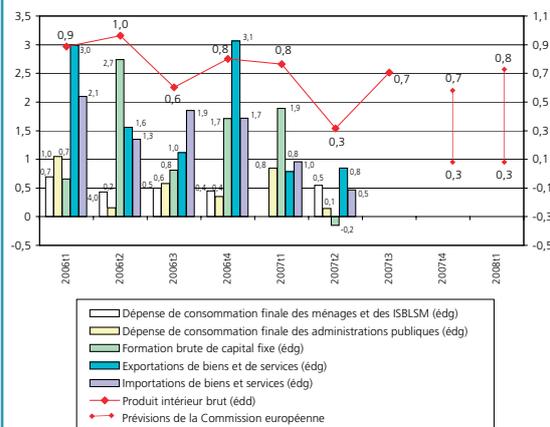
Après sa progression rapide en 2006, la croissance de la zone euro s'est normalisée depuis le début de 2007. La progression trimestrielle du PIB est revenue à 0,3% en variation trimestrielle au deuxième trimestre 2007 après 0,8% au premier trimestre. A cet égard, la croissance économique du premier semestre a été globalement conforme à la croissance potentielle. Soulignons que l'estimation rapide pour le troisième trimestre indique un redressent de la progression trimestrielle du PIB (à 0,7%) après le trou d'air observé au cours du trimestre précédent.

Plus en détails, le ralentissement du rythme de croissance trimestriel du PIB en volume de la zone euro enregistré au deuxième trimestre doit être examiné au regard de la forte croissance qui avait été observée au premier trimestre. De fait, la consommation privée, qui était stable au premier trimestre 2007 en raison de la forte incidence liée au relèvement de la TVA en Allemagne, a progressé de 0,5% au deuxième trimestre et a ainsi été le principal pilier de la croissance trimestrielle du PIB (avec une contribution de 0,3pp après 0,0pp au premier trimestre). Par contre, l'investissement a reculé de 0,2%, après une hausse de 1,9% au premier trimestre (ce qui a réduit sa part contributive à 0,0pp après encore 0,4pp au trimestre précédent). La ventilation de l'investissement au deuxième trimestre

révèle que cette diminution est essentiellement due à la baisse de l'investissement résidentiel. En outre, la dépense de consommation finale des administrations publiques a, tout comme l'investissement, présenté une part contributive nulle au deuxième trimestre 2007 (après encore 0,2pp au premier trimestre). Par ailleurs, les stocks ont ponctionné la progression du PIB (de l'ordre de 0,2pp après +0,2 au trimestre précédent). Sur le plan externe, la contribution des exportations nettes est devenue marginalement positive (+0,1pp après -0,1pp le trimestre précédent), en raison d'une décélération de la croissance des importations (de 1,0% au premier trimestre à 0,5% au deuxième trimestre) qui s'est accompagnée d'une progression des exportations (à hauteur de 0,8% au premier et deuxième trimestre de 2007).

Graphique 6

Evolution du PIB de la zone euro et de ses agrégats constitutifs (variations trimestrielles en %)



Sources: Eurostat et Commission européenne

Dans une optique prospective, selon le scénario de base établi respectivement par l'Eurosystème, la Commission européenne et l'OCDE, les perspectives d'évolution à moyen terme demeurent favorables au sein de la zone euro. Selon les dernières projections de décembre 2007 des services de l'Eurosystème, le rythme d'expansion annuel moyen du PIB en volume s'inscrirait entre 2,4% et 2,8% en 2007, entre 1,5% et 2,5% en 2008 et entre 1,6% et 2,6% en 2009. Par rapport aux projections de septembre des services de la BCE, la fourchette de croissance du PIB en volume prévue pour 2008 a été légèrement révisée en baisse, alors que pour 2007, la

nouvelle fourchette se situe dans la partie supérieure de la précédente. Ces révisions rappellent de façon opportune l'incertitude générale entourant les projections économiques, qu'il convient de souligner étant donné la volatilité actuelle des marchés de capitaux.

Les risques pesant sur ces projections de croissance économique sont considérés comme orientés à la baisse. Ils sont liés pour l'essentiel à une incidence potentiellement plus importante de la réappréciation des risques en cours au sein des marchés de capitaux sur les conditions de financement et la confiance ainsi que sur la croissance mondiale et celle de la zone euro, à la possibilité de nouvelles hausses des cours du pétrole et des matières premières ainsi qu'aux préoccupations concernant les pressions protectionnistes et les perturbations que pourraient entraîner les déséquilibres mondiaux.

La consommation privée devrait contribuer à l'expansion économique, dans le sillage de l'évolution du revenu réel disponible, qui a, d'une part, absorbé les effets des relèvements de la fiscalité indirecte au début de 2007 et qui devrait, d'autre part, profiter de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Ainsi, les services de la BCE projettent que la consommation privée enregistrerait une croissance en glissement annuel comprise entre 1,4% et 1,8% en 2007, entre 1,4% et 2,4% en 2008 et entre 1,2% et 2,8% en 2009. La consommation publique se placerait quant à elle sur un sentier de crois-

sance modérée s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,4% et 2,6% en 2007, entre 1,1% et 2,1% en 2008 et entre 1,0% et 2,0% en 2009. La progression de la formation brute de capital fixe demeurerait dynamique dans un contexte caractérisé par des conditions de financement toujours favorables, des bénéfices élevés et des perspectives d'évolution optimistes de la demande. Dès lors, le taux de croissance annuel moyen de la formation brute de capital fixe s'inscrirait dans un intervalle de 4,0% à 5,0% en 2007, de 0,9% à 3,9% en 2008 et de 0,7% à 3,9% en 2009.

Sur le plan externe, l'activité économique mondiale devrait rester vigoureuse, dans la mesure où le ralentissement probable de l'activité économique aux États-Unis serait largement compensé par la poursuite d'une forte croissance des marchés émergents. Ces évolutions continueront de soutenir les exportations dont le taux de variation annuel moyen serait compris entre 4,6% et 7,4% en 2007, entre 3,5% et 6,7% en 2008 et entre 3,9% et 7,1% en 2009. Parallèlement, le rythme de croissance annuel des importations totales devrait être quasiment du même ordre que celui des exportations, à savoir dans des fourchettes comprises entre 4,0% et 6,6% en 2007, entre 3,3% et 6,7% en 2008 et entre 3,6% et 7,0% en 2009. Par voie de conséquence, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement neutre sur l'horizon de projection.

Tableau 2 Projections et prévisions macroéconomiques pour la zone euro

	2007	2008	2009
Prévisions de la Commission européenne			
PIB réel	2,6	2,2	2,1
Projections de l'OCDE			
PIB réel	2,6	1,9	2,0
Projections de décembre de l'Eurosystème			
PIB réel	2,4 / 2,8	1,5 / 2,5	1,6 / 2,6
Consommation privée	1,4 / 1,8	1,4 / 2,4	1,2 / 2,8
Consommation publique	1,4 / 2,6	1,1 / 2,1	1,0 / 2,0
Formation brute de capital fixe	4,0 / 5,0	0,9 / 3,9	0,7 / 3,9
Exportations de biens et de services	4,6 / 7,4	3,5 / 6,7	3,9 / 7,1
Importations de biens et de services	4,0 / 6,6	3,3 / 6,7	3,6 / 7,0

Sources: Eurostat, Commission européenne, OCDE et Eurosystème

Des signes d'amélioration notables et persistants ont été constatés ces dernières années sur le marché du travail de la zone euro et la situation a continué de s'embellir au cours des premiers mois de 2007. Pour rappel, après être restée largement inchangée en 2004 et 2005 (respectivement à 0,9% et à 0,8% en moyenne), la progression annuelle de l'emploi s'est accélérée en 2006, affichant 1,4%. Par ailleurs, ce repositionnement de l'emploi sur un sentier de croissance consolidée en 2006 est allé de pair avec une progression plus équilibrée caractérisée par une répartition plus uniforme des créations d'emplois entre tranches d'âge, sexes et niveaux de qualification. Les données disponibles pour le premier semestre de 2007 s'inscrivent dans le sillage de cette croissance renforcée affichant des taux de progression annuels de 1,8% et 1,7% respectivement au premier et au deuxième trimestre. Avec ce rythme de croisière, l'emploi total a atteint 142,9 millions de personnes au deuxième trimestre 2007. Les perspectives d'emploi telles qu'esquissées à travers les enquêtes de la Commission européenne et l'indice des directeurs d'achat laissent entrevoir une poursuite de cette amélioration de la situation sur le marché du travail pour le troisième trimestre de 2007.

Les dernières données publiées sur le front du chômage étayaient cette embellie puisque le taux de chômage a poursuivi sa baisse graduelle au cours des trois premiers trimestres de 2007 pour se placer à 7,3% en septembre 2007. Soulignons que le taux de chômage de septembre 2007 correspond au niveau le plus bas observé depuis la création de la série en 1993. En termes absolus, le nombre de chômeurs s'établit désormais à environ 11 millions de personnes en septembre 2007 soit un million de chômeurs en moins que l'année précédente à la même période.

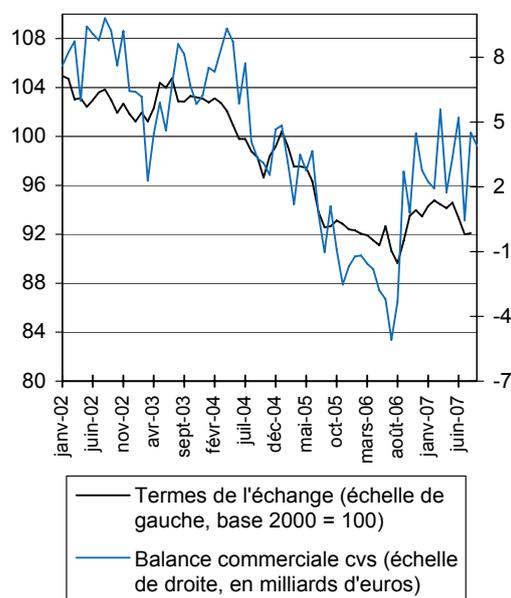
1.1.8 Le commerce extérieur

La zone euro a enregistré un excédent commercial de 23,1 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2007 comparé à un déficit de 22,5 milliards sur la même période de 2006. Cette embellie s'explique par la croissance plus importante des exportations de biens que celle des importations. Ces dernières ont en effet enregistré une hausse de 4% en valeur contre 9% pour les exportations. De même en volumes, la croissance des exportations (7% sur les huit² premiers mois de 2007) s'est avérée supérieure à celle des importations (4,6%, voir graphique 2). L'analyse des prix relatifs montre que la zone euro a bénéficié d'une évolution favorable

(+2,4%) des termes de l'échange, les valeurs unitaires à l'importation ayant légèrement baissé (-0,1%) contre une hausse de 2,3% pour les valeurs unitaires à l'exportation. L'amélioration des termes de l'échange est partiellement liée à l'appréciation de l'euro face au dollar qui a réduit la facture énergétique (exprimée en euros) de la zone euro.

Graphique 7

Évolutions mensuelles des termes de l'échange et du surplus commercial de la zone euro (données corrigées des variations saisonnières, cvs)

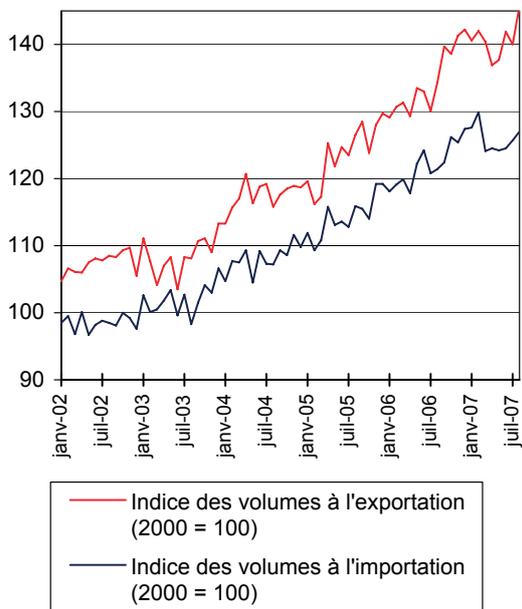


Source: EUROSTAT

² À la date d'arrêt de ce Bulletin, les données de septembre 2007 pour les volumes et pour les valeurs unitaires n'étaient pas encore disponibles.

Graphique 8

Evolution en volumes du commerce extérieur de la zone euro



Source: EUROSTAT

La ventilation du solde commercial par principales catégories de biens montre que les excédents sur les machines et matériels de transport (138 milliards d'euros) ainsi que sur les produits chimiques et connexes (66 milliards) ont respectivement progressé de 26,7% et de 9,9% sur les neuf premiers mois de 2007. Concernant les échanges de biens pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde négatif, le déficit dans l'énergie s'est contracté de 13,4%, soit 162,7 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2007. Le déficit dans les matières brutes (hors produits pétroliers) s'est par contre alourdi de 17% à 26,8 milliards sous l'effet d'une hausse généralisée des cours de ces produits.

La décomposition du commerce extérieur selon les principaux partenaires de la zone euro indique que l'excédent vis-à-vis du Royaume-Uni a progressé de 30,2% à 41,8 milliards d'euros sur les huit³ premiers mois de 2007. On note également une amélioration des excédents envers la Pologne (14,9 milliards), envers la Suisse (9,4 milliards) et envers la Suède (2,4 milliards). En revanche, les surplus vis-à-vis des Etats-Unis

(42,6 milliards) et vis-à-vis de la Turquie (5,3 milliards) se sont contractés respectivement de 5,5% et de 14,5%. Les déficits des échanges avec les pays producteurs de pétrole se sont réduits: les pays membres de l'OPEP (-41,7% à 20,7 milliards d'euros), la Russie (-38,1% à 20 milliards) et la Norvège (-24,6% à 13,6 milliards). Par ailleurs, si le traditionnel déficit envers le Japon s'est stabilisé à 15 milliards d'euros, celui vis-à-vis de la Chine a par contre poursuivi son ascension (+25% à 70 milliards d'euros).

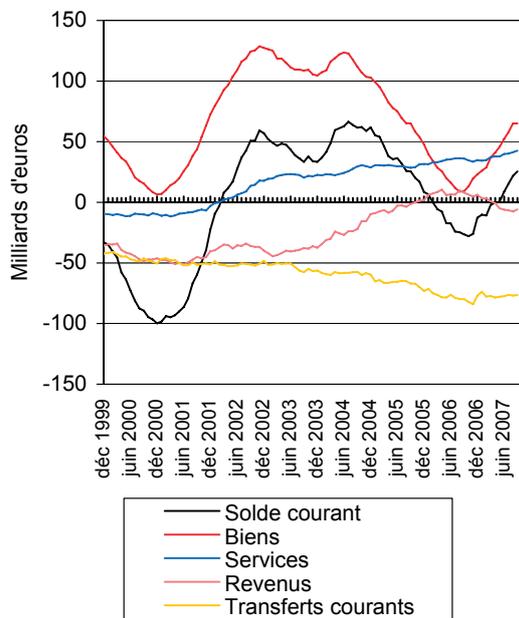
1.1.9 La balance des paiements

Sur la période couvrant les douze derniers mois s'achevant en septembre 2007, la balance courante de la zone euro s'est soldée par un excédent cumulé de 25 milliards d'euros (0,3% du PIB), après avoir enregistré un déficit de 26 milliards un an plus tôt. Cette forte amélioration du solde courant s'explique principalement par une évolution favorable du surplus des marchandises. L'embellie de l'excédent cumulé des biens, qui a atteint 65 milliards en septembre 2007 contre 9 milliards au même mois de 2006, est due à une croissance plus importante des exportations de biens que celle des importations (cfr. section 1.1.8 ci-dessus). La zone euro a également bénéficié d'une évolution favorable dans le solde des services et des transferts courants. L'excédent cumulé des services a ainsi progressé de 19% pour atteindre 43 milliards d'euros en septembre 2007 tandis que le déficit cumulé des transferts courants s'est légèrement résorbé (-4,2%) pour s'établir à 77 milliards d'euros. Le compte courant de la zone euro a par contre été négativement affecté par la balance des revenus qui s'est soldée par un déficit cumulé de 6 milliards d'euros en septembre 2007, comparé à un excédent cumulé de 8 milliards au même mois de 2006.

3 A la date d'arrêt de ce Bulletin, les données de septembre 2007 pour la ventilation géographique détaillée n'étaient pas encore disponibles.

Graphique 9

Evolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



Source: BCE

destination des pays précités, continuent à progresser à un rythme soutenu (+30%, soit 166 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2007). Dans les «autres investissements», les sorties nettes cumulées ont atteint 78 milliards d'euros en septembre 2007 et s'expliquent par une hausse des avoirs extérieurs nets des institutions financières monétaires et des «autres secteurs».

Dans les transactions du compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes cumulées de 93 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2007 contre 117 milliards sur la même période de 2006. Ces entrées nettes ont porté uniquement sur les flux d'investissements de portefeuille, les deux autres principales composantes, à savoir les investissements directs et les autres investissements ayant par contre enregistré des sorties nettes.

Les entrées nettes cumulées sur investissements de portefeuille (414 milliards d'euros) s'expliquent premièrement par une importante hausse des achats, par les investisseurs non-résidents, de titres (actions et obligations) émis par la zone euro. Deuxièmement la frilosité des marchés boursiers internationaux (sur la période analysée) a poussé les résidents de la zone euro à réduire considérablement leurs achats d'actions étrangères.

Les entrées nettes ci-dessus ont été partiellement compensées par les sorties nettes d'investissements directs et d'autres investissements. Favorisés par des perspectives de croissance relativement meilleures dans les pays émergents et dans les pays d'Europe de l'Est, les investissements directs de la zone euro, surtout ceux à

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 L'évolution des prix et des coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

La hausse annuelle des prix à la consommation, telle que mesurée par l'Indice des prix à la consommation national (IPCN), a fluctué autour de 2% depuis le début de l'année avant de passer à 2,9% en octobre et 3,2% en novembre 2007. Cette accélération du rythme annuel de l'IPCN est essentiellement liée à l'action conjuguée d'une hausse du taux annuel des prix des produits pétroliers et du récent renchérissement des produits alimentaires.

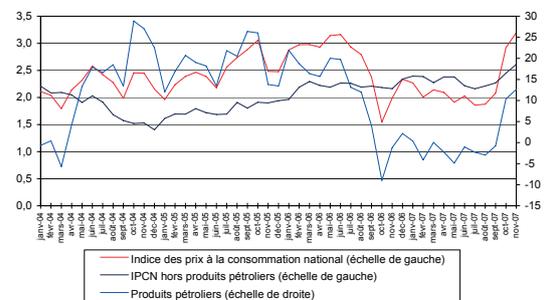
L'accentuation de la progression annuelle des prix des produits pétroliers à 10,4% en octobre et 12,6% en novembre, après -0,8% en septembre, a elle-même résulté de la combinaison de deux facteurs: premièrement, un important effet de base défavorable lié au recul marqué de ces prix un an auparavant et, deuxièmement, le récent renchérissement du pétrole.

Le taux de variation annuel des «produits alimentaires et des boissons non alcoolisées» a fortement augmenté au cours des derniers mois, s'établissant à 4,3% en octobre et à 5,0% en novembre, après 2,6% en août. Cette accélération du rythme de progression des prix des produits alimentaires témoigne essentiellement du renchérissement de certaines matières premières agricoles au niveau mondial, comme le lait et les céréales.

Le taux de croissance annuel de l'IPCN hors produits pétroliers s'est inscrit à 2,6% en novembre, soit le taux le plus élevé depuis juillet 2002, confirmant ainsi, après une pause entre mai et août 2007, la tendance globalement haussière amorcée début 2005. Cette évolution défavorable montre que les prix autres que ceux des produits pétroliers contribuent de plus en plus à l'inflation.

Graphique 10

Evolution des prix à la consommation (taux de variation annuels)



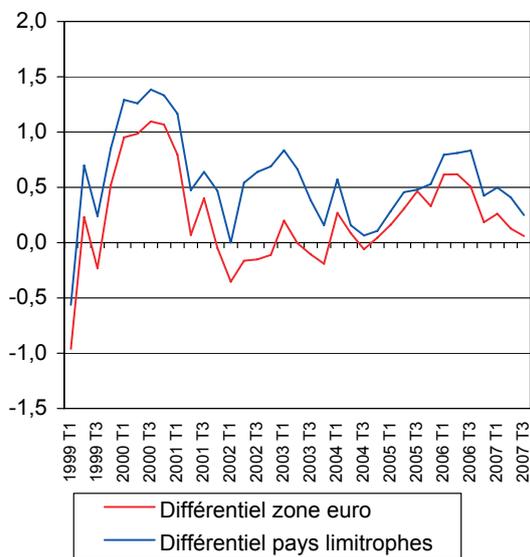
Source: STATEC

Le graphique ci-dessous indique que les différentiels d'inflation du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes⁴, bien qu'en retrait au cours des derniers trimestres, sont demeurés défavorables au Luxembourg. En fait, les écarts d'inflation par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes ont atteint respectivement 0,1 et 0,2 point de pourcentage au troisième trimestre 2007. Sur la période décembre 1998-octobre 2007, la hausse de l'IPCN du Luxembourg a été de 23,6%, tandis que les IPCH de la zone euro et des pays limitrophes ont progressé respectivement de 20,9% et de 17,5%.

⁴ Taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) du Luxembourg moins taux annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) respectivement de la zone euro et des pays limitrophes.

Graphique 11

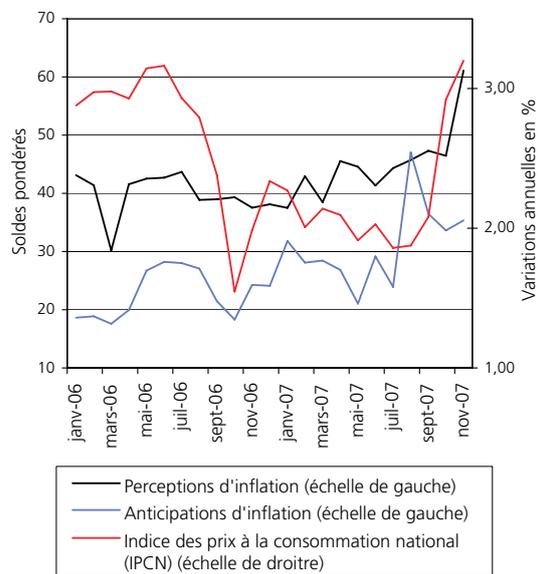
Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)



Sources: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Graphique 12

Inflation mesurée, perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs



Sources: STATEC et BCL

Le graphique suivant montre que les perceptions d'inflation des ménages issues de l'enquête de la BCL auprès des consommateurs⁵ ont fortement monté en novembre 2007, en parallèle avec l'accélération du rythme annuel de l'IPCN. La récente hausse prononcée des prix de certains produits alimentaires semble avoir eu une incidence directe sur les perceptions d'inflation des ménages. L'incidence de la division «produits alimentaires et boissons non alcoolisées» (qui ne représente que quelque 16% du panier de l'IPCN) sur les perceptions a probablement été amplifiée récemment par la couverture médiatique très importante réservée au Luxembourg et dans les pays limitrophes à ces hausses de prix. Par contre, les anticipations d'inflation des ménages sont demeurées stables au cours de la période allant de septembre à novembre 2007.

1.2.1.2 Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-novembre, l'euro cotait aux environs de 1,46 USD/EUR, soit un niveau nettement plus élevé que lors des projections datant de septembre 2007⁶. Le prix du brut s'est quant à lui établi au même moment autour de 92\$/bl et les marchés à terme anticipent une légère baisse du prix à un niveau proche de 86\$/bl jusqu'en décembre 2008. Au total, l'appréciation de l'euro par rapport à la devise américaine depuis les projections de septembre 2007 est insuffisante pour compenser la hausse du prix du pétrole exprimé en dollar et les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont donc à nouveau été revues à la hausse, en moyenne de 15,8%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

⁵ L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

⁶ Voir BCL, Bulletin 2007/1, pp.31-33.

Tableau 3 Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2006	2007	2008	07-T3	07-T4	08-T1	08-T2	08-T3	08-T4
Prix du pétrole (brent) en \$	65,4	72,6	88,6	75,0	88,5	90,8	89,4	87,9	86,5
Taux de change \$/€	1,26	1,37	1,46	1,37	1,45	1,46	1,46	1,46	1,46
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	18,6	1,2	15,2	-0,8	32,1	40,6	20,1	10,4	-3,1

Source: BCL.

Les mesures fiscales du gouvernement demeurent inchangées par rapport à l'exercice précédent.

L'inflation à l'exclusion de l'énergie a récemment connu une évolution en ligne avec nos projections précédentes. Ainsi, en octobre, l'IPCH à l'exclusion de l'énergie s'est accéléré à 2,8%, et l'IPCN à l'exclusion de l'énergie a, avec un taux de 2,4%, atteint son plus haut depuis la mi-2002. Plusieurs facteurs militent pour une inflation à l'exclusion de l'énergie à un niveau élevé, voire même pour une accélération au cours des prochains mois. Ainsi, suite à la forte hausse des prix des matières premières agricoles, telles que le blé et le lait, les prix à la consommation des biens alimentaires transformés ont connu un renchérissement sensible au mois d'octobre; ce renchérissement est susceptible de s'amplifier davantage, étant donné les délais de transmission des hausses des coûts aux prix finaux. De plus, la diffusion du renchérissement des matières premières non agricoles aux produits industriels d'une part et des produits industriels aux prix à la consommation d'autre part pourrait gagner en vigueur. Ceci est d'autant plus le cas que le climat conjoncturel au Luxembourg et dans la zone euro demeure robuste, permettant aux entreprises situées en aval de la chaîne de production de rétablir, voire d'améliorer leurs marges de profit. La croissance du PIB réel dans la zone euro s'est accélérée au troisième trimestre 2007 à 0,7%, soit un niveau supérieur à la croissance potentielle. A l'heure actuelle, les indicateurs des enquêtes de conjoncture, malgré leur fléchissement depuis la mi-2007, demeurent en général à un niveau élevé et supérieur à leur moyenne historique et ceci en dépit des perturbations sur les marchés financiers liées à la crise des «subprime» aux Etats-Unis. Pour ce qui concerne la zone euro, l'écart entre la production effective et son niveau potentiel s'est graduellement amenuisé au cours des derniers trimestres et des contraintes en matière de capacités de production risquent d'émerger et de renforcer les tensions inflationnistes sur le marché des produits. Ce risque est d'autant plus élevé que l'amélioration sur le marché du travail s'est également poursuivie. La progression de l'emploi et la baisse du taux de chômage

pourraient aggraver les risques inflationnistes d'origine salariale. Au Luxembourg, les salaires réels ont aussi fortement progressé au premier semestre, et cette progression s'amplifiera sous l'effet de la hausse des salaires dans la fonction publique prévue pour la fin de l'année. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de s'accélérer en 2008. Selon les projections de la Banque centrale européenne, l'inflation dans la zone euro devrait s'établir entre 2,0% et 2,2% en 2007 et entre 2,0% et 3,0% en 2008 contre 2,2% en 2006.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, la forte accélération de l'inflation des produits énergétiques d'octobre devrait se poursuivre jusqu'au premier trimestre 2008. Cette évolution tiendrait, d'une part, à la dissipation des effets de base favorables et, d'autre part, à la forte montée du cours du pétrole au cours des derniers mois. L'effet direct à travers les hausses des prix à la pompe de produits pétroliers sera vraisemblablement amplifié par une hausse des prix de l'électricité et du gaz, à l'instar de ce qui se dessine dans des pays limitrophes. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale serait à nouveau positive à partir de la fin de l'année 2007 et jusqu'au quatrième trimestre 2008 (voir graphique). Etant donné que les hypothèses relatives au prix du pétrole ont été fortement révisées à la hausse, les projections relatives à l'inflation de l'IPCH énergie l'ont été également, en moyenne de 6,6 pp sur l'horizon de projection.

Par contre, le scénario anticipé dans nos projections antérieures pour l'inflation à l'exclusion de l'énergie demeure inchangé, aussi bien pour la version IPCN que pour son pendant IPCH. L'inflation pourrait ainsi s'accélérer au cours des prochains mois et se maintenir à un niveau élevé jusqu'à la fin de l'année 2008. La forte hausse des prix des matières premières agricoles résulterait en une inflation relativement élevée des biens alimentaires transformés à l'exclusion du tabac. Ce choc engendrerait une inflation additionnelle d'environ 0,3pp.

Après un taux de 2,9% en octobre, l'inflation mesurée par l'IPCN global a dépassé les 3,0% en novembre et se maintiendrait au-dessus de cette barre jusqu'au troisième trimestre 2008 (voir graphique). Ce n'est qu'au quatrième trimestre, lorsque les effets liés aux chocs des prix des biens alimentaires ainsi que du pétrole s'estomperont, qu'un ralentissement de l'inflation vers un rythme proche de 2% serait possible.

L'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation s'est accéléré en 2007 par rapport à 2006. Alors que l'IPCN progresserait en moyenne de 2,3% en 2007, cette hausse serait attribuable à raison de 0,8pp aux

mesures des administrations publiques, ce qui correspondrait à l'impact le plus élevé observé au cours de la dernière décennie. Les calculs de cet impact tiennent compte des mesures fiscales sur les produits pétroliers, de l'évolution du prix du tabac et, surtout, de la hausse importante des prix administrés recensée en début d'année. Par contre, en 2008 et dans le contexte de l'amélioration des finances publiques, la situation devrait revenir à un niveau plus en phase avec la moyenne historique. L'impact des mesures fiscales du gouvernement sera négligeable et l'inflation des prix administrés devrait ralentir. Au total, l'impact de ce type de mesure serait de 0,6 pp en 2008.

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

	2007	2008	2007-2 ^e sem	2008-1 ^{er} sem	2008-2 ^e sem
IPCN	2,3 (0,1)	2,9	2,5 (0,2)	3,2 (0,8)	2,6
IPCN hors énergie	2,3 (-)	2,4	2,3 (-)	2,4 (-)	2,4
IPCH	2,6 (0,2)	3,4	3,0 (0,3)	3,8 (1,1)	2,9
IPCH énergie	2,7 (1,4)	7,3	5,8 (2,8)	11,1 (8,8)	3,7
IPCH hors énergie	2,6 (-)	2,8	2,7 (-)	2,9 (-)	2,8
Impact des mesures gouvernementales ⁷ sur l'IPCN, en pp	0,8	0,6			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,2	1,1			

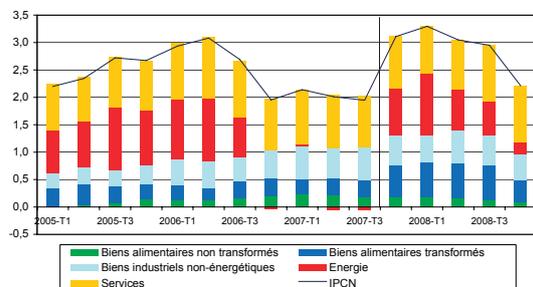
Source: BCL

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, il n'y aurait pas de paiement de tranche indiciaire en 2007. Sur base de nos projections, les dépassements de la cote d'échéance actuellement en vigueur sont prévues pour la fin de l'année 2007 et la deuxième moitié de l'année 2008. Etant donné l'évolution anticipée du prix du pétrole à un niveau en moyenne supérieur à 63\$/bl, les hausses automatiques des salaires seraient postposées respectivement aux 1^{er} mars 2008 et 1^{er} mars 2009, conformément à ces mêmes dispositions.

⁷ Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. La composition de l'indice des prix administrés tels que présentés dans le Bulletin de la BCL 2004/3 (pp.76-81) a été légèrement adaptée afin de tenir compte des résultats des travaux récents menés dans le cadre d'un groupe de travail au sein de l'Eurosystème (voir aussi Bulletin mensuel de la BCE, mai 2007, pp.38-39).

Graphique 13

Contributions à la croissance de l'IPC⁸



Sources: STATEC, projections BCL

1.2.1.3 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle se sont stabilisés au troisième trimestre 2007 après une première moitié de l'année très dynamique. Une hausse des prix des biens d'équipement et des prix de l'énergie a été neutralisée au niveau de l'indice global par une baisse des prix des biens intermédiaires. Les prix des biens à la consommation sont pour leur part restés quasiment inchangés.

Au cours des neuf premiers mois de l'année, la progression moyenne des prix se chiffre à 10% par rapport à la même période de l'année précédente, contre une hausse de 7,7% en 2006.

La stagnation de l'indice global peut paraître surprenante dans le contexte d'un prix du pétrole qui a progressé de plus de 6 \$/bl au troisième trimestre 2007. Mais cette évolution compense probablement en partie le dynamisme des trimestres précédents, un effet auquel s'est superposée l'appréciation de l'euro par rapport au dollar. Par contre, il serait prématuré d'imputer cette évolution des prix à une modification de la demande. La croissance de l'activité économique au troisième trimestre est en effet restée très dynamique, aussi bien dans la zone euro, aux Etats-Unis que dans les économies émergentes.

Alors que les prix des biens à la consommation n'ont pratiquement pas changé au cours de l'année 2007, une analyse plus détaillée révèle une hausse supérieure à 10% des prix des biens alimentaires. Cette évolution s'est vraisemblablement opérée à la suite du renchérissement des prix des matières premières agricoles comme le blé et le lait tel que observé sur les marchés internationaux.

Tableau 5 Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	2005	2006	2007-9mois	2007-T1	2007-T2	2007-T3
Ensemble des produits industriels	8,1	7,7	10,0	2,5	2,4	-0,1
Biens intermédiaires	10,4	8,8	13,8	3,9	2,9	-0,6
Biens d'équipement	0,1	0,9	5,1	1,4	1,1	1,5
Biens de consommation	0,9	1,2	0,6	-0,7	0,8	-0,2
Biens énergétiques	11,2	19,9	8,6	2,1	2,0	2,0

Source: STATEC

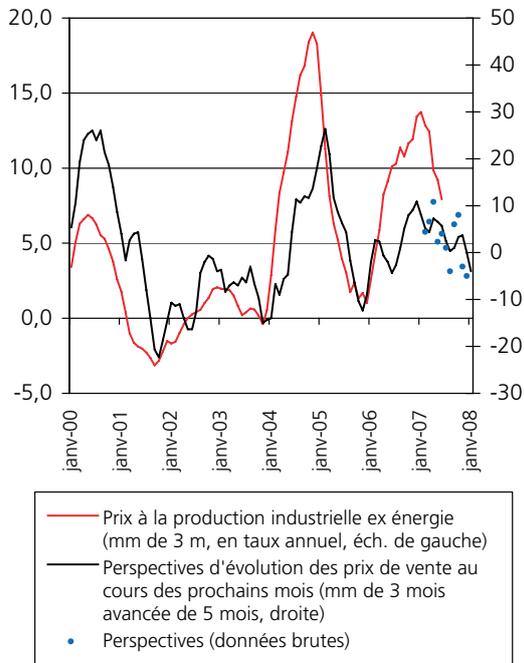
Compte tenu de la progression récente des prix, le profil des taux de variation annuels s'est infléchi de manière abrupte au début de l'année, un renversement de tendance qui devrait d'ailleurs se poursuivre au cours des prochains mois. L'indicateur des prix des enquêtes de conjoncture harmonisées relatif aux perspectives

d'évolution est orienté à la baisse depuis plus de 12 mois, et le mouvement descendant s'est récemment quelque peu accéléré (voir graphique). Sur base d'une stagnation des prix au quatrième trimestre de l'année 2007, le taux de variation annuel des prix à la production industrielle convergerait vers 5%.

⁸ 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'IPC^N.

Graphique 14

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée⁹



Sources: Eurostat, calculs BCL

⁹ L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

Indicateurs de compétitivité

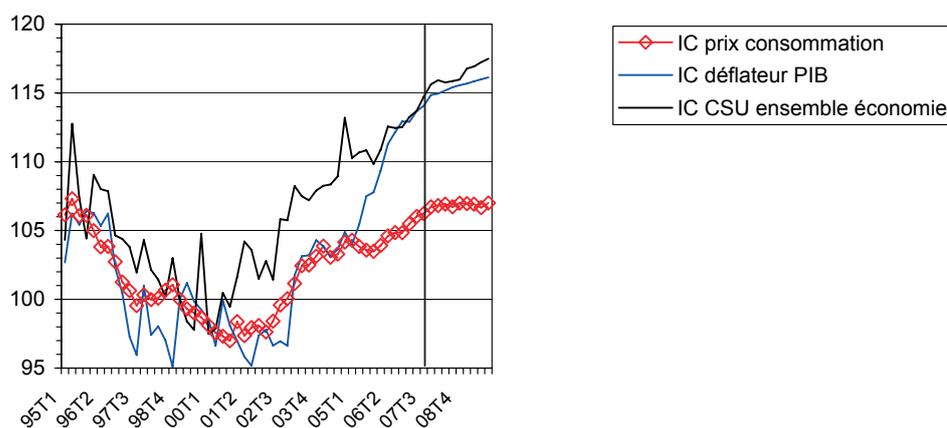
Le bilan de l'Observatoire de la compétitivité présenté en septembre 2007 arrive à la conclusion qu'en 2006 la compétitivité-prix du Luxembourg a continué à se détériorer tandis que la compétitivité-coût semble se stabiliser voire s'améliorer. Ces indicateurs de compétitivité se basent sur le taux de change effectif réel et permettent de comparer différentes mesures des prix ou des coûts au Luxembourg à ceux dans les principaux pays partenaires.

Cet encadré fournit une mise à jour des indicateurs BCL pour 2006 suite à la révision en octobre des données de comptabilité nationale. Par rapport aux résultats de l'Observatoire, il faut noter que les indicateurs du taux de change effectif réel calculés à la BCL utilisent une double pondération (pour tenir compte d'effets sur les marchés tiers) et considèrent un groupe plus large de pays partenaires (26 membres de l'Union européenne et 10 autres)¹⁰. Le dernier rapport annuel de la BCL contenait des résultats pour 2007T1 qui sont maintenant prolongés jusqu'en 2007T3. Enfin, les résultats du nouvel exercice de projection de l'Eurosystème¹¹ permettent de calculer des projections des indicateurs de compétitivité du Luxembourg jusqu'en 2009T4.

Le graphique ci-dessous présente les indicateurs de compétitivité du Luxembourg basés sur les indices des prix à la consommation, sur le déflateur du PIB et sur les coûts salariaux unitaires (CSU) dans l'ensemble de l'économie nationale. Une augmentation de la courbe représente une détérioration de la compétitivité luxembourgeoise (ce qui signifie que les prix ou les coûts augmentent plus rapidement au Luxembourg que dans ses pays partenaires). Selon l'indicateur basé sur les prix à la consommation, la détérioration en 2006 est confirmée et peut se chiffrer à 0,74%. Au troisième trimestre 2007 la détérioration est de 1,31% (au rythme annuel) et, selon les projections, la détérioration sur l'ensemble de l'année pourrait atteindre 1,49% notamment suite à la hausse récente des prix énergétiques¹². Toujours selon les projections, en 2008 et 2009 la détérioration de la compétitivité-prix selon cet indice serait moindre, s'élevant respectivement à 0,70% et 0,20%.

Graphique 1

Indicateurs de compétitivité basés sur les prix à la consommation, le déflateur du PIB et les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie



Sources: Eurosystème, FMI, et calculs BCL

10 Toutefois, les huit principaux partenaires considérés par l'Observatoire représentent presque 84% du poids dans les indicateurs BCL.

11 Ces projections couvrent surtout les pays de la zone euro, avec l'ajout d'hypothèses pour le Royaume Uni, les Etats-Unis, le Japon et la Suisse (voir encadré rapport annuel 2006).

12 Il faut noter que cet indicateur compare les prix à l'étranger avec l'indice des prix à la consommation national (IPCN) et non celui harmonisé (IPCH).

L'indicateur basé sur le déflateur du PIB confirme la détérioration de la compétitivité-prix en 2006 (4,95%). Pour l'année 2007 la détérioration semble être moindre, le taux de progression annuel étant descendu à 2,14% au deuxième trimestre (dernière observation). Les projections anticipent un moindre affaiblissement compétitif, avec une détérioration de 2,20% sur l'ensemble de 2007, mais seulement 1,24% en 2008 et 0,55% en 2009.

Quant à la compétitivité-coût, l'indicateur basé sur les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie indique une détérioration en 2006 (1,54%) contrairement aux résultats publiés par l'Observatoire. Ceci est probablement dû aux nouvelles données de comptabilité nationale publiées en octobre, qui ont sensiblement révisé à la hausse l'évolution salariale en 2006. Selon les chiffres les plus récents, la détérioration a été plus importante en 2006T4 et 2007T1. Au deuxième trimestre 2007, la détérioration s'est chiffrée à 1,01% au rythme annuel. Selon les projections, elle devrait atteindre 1,99% pour l'année 2007 dans son ensemble. Pour la compétitivité-coût aussi un moindre affaiblissement est anticipé, avec une détérioration de 1,36% en 2008 et 1,06% en 2009.

En conclusion, les indicateurs compétitivité-prix et compétitivité-coûts indiquent que la détérioration en 2006 s'est prolongée jusqu'au deuxième trimestre 2007. Cependant, les dernières données donnent quelque signe de décélération et les projections anticipent un ralentissement de cette détérioration sur le reste de 2007 et sur les années 2008 et 2009.

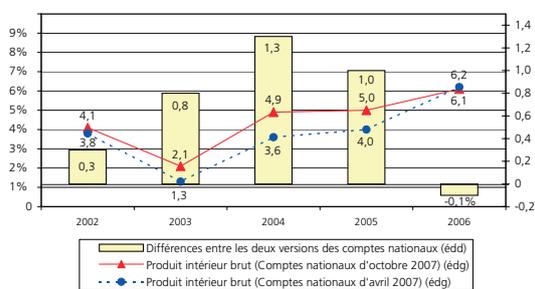
1.2.2 La comptabilité nationale

Comptes nationaux annuels: révisions apportées à la croissance annuelle du PIB réel.

La dernière estimation des comptes nationaux annuels publiée en octobre 2007 dresse le tableau d'un renforcement de la croissance annuelle de l'économie à 6,1% en 2006 après 5,0% en 2005, soit la meilleure performance depuis 2000 (8,4%). Les comptes révisés pour les années 2002 à 2005 dessinent désormais un tableau plus optimiste que ne laissaient entrevoir les données précédemment publiées. De fait, le ralentissement observé en 2003 est désormais d'une moindre amplitude que dans la précédente version de la comptabilité nationale et il a été suivi par un repositionnement de la conjoncture sur un sentier de croissance bien plus raffermissé en 2004 puis d'une quasi-stabilisation à ce niveau en 2005. Ces révisions s'expliquent essentiellement par un ajustement à la hausse de la progression annuelle des exportations nettes.

Graphique 15

Révisions apportées à la croissance annuelle du PIB depuis 2002



Source: STATEC

Plus en détails, l'analyse de la comptabilité nationale sous l'optique dépenses dévoile que la croissance annuelle en 2006 est quasi-totalement attribuable à la contribution des exportations nettes (5,5pp), la demande intérieure n'ayant que marginalement contribué (0,6pp). C'est un renforcement de la progression des exportations et, en particulier, des exportations de services qui est à l'origine de la forte contribution des exportations nettes puisque la croissance annuelle des importations s'est aussi accélérée mais est demeurée inférieure à celle des exportations.

La faible part contributive de la demande intérieure à la progression du PIB en 2006 s'explique quant à elle, principalement par le fait que la contribution négative de la formation brute de capital (-0,5pp) a annulé en partie les contributions positives de la consommation privée (0,8pp) et publique (0,3pp). Soulignons qu'à l'aune de cette estimation, la part contributive de la consommation privée à la croissance a baissé par rapport à 2005 (0,8pp en 2006 après 1,5pp en 2005). Cette moindre contribution de la consommation privée à la croissance en 2006 est surprenante à l'égard d'une part, de l'amélioration de la situation sur le marché du travail et, d'autre part, compte tenu de la croissance annuelle à la fois positive et surtout supérieure à celle observée en 2005 des salaires réels.

L'examen de la décomposition du PIB sous son optique production indique que la progression du PIB a reposé sur une assise sectorielle plus large en 2006 qu'au cours de l'année précédente car le principal pilier de la croissance en 2005, à savoir le secteur des activités financières a été épaulé par un dynamisme accru dans l'industrie et le commerce.

Du côté des grandeurs concernant l'emploi et la rémunération des salariés, cette nouvelle version de la comptabilité nationale met en lumière un échauffement de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié en 2006 (4,5% après 3,8% en 2005). C'est la révision à la hausse de la croissance de la rémunération des salariés (8,7% contre 6,3% un an auparavant) qui est à l'origine de cette accélération, la progression de l'emploi salarié étant demeurée inchangée. Ceci s'est traduit par une accélération de la croissance des coûts salariaux unitaires en 2006 (à 2,2% contre 1,7% l'année précédente) la progression de productivité du travail étant demeurée quasi-stable (à 2,3% après 2,1% en 2005). Dès lors, ces évolutions ont mécaniquement abouti à la confirmation que la marge de profit des entreprises a emprunté en 2006 un sentier de croissance robuste bien que moins vigoureux que ne le décrivaient les premières estimations des comptes nationaux (4,1% contre 6,0% lors de la publication précédente).

**Tableau 6 Comptes nationaux annuels:
Deuxième estimation de la croissance du PIB réel pour l'année 2006**

	Comptes nationaux d'octobre 2007 Taux de variation annuels					Révisions apportées à la croissance par rapport aux comptes nationaux d'avril 2007					Contributions à la croissance du PIB				
	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006
Consommation privée	5,8	1,0	2,1	3,7	2,0	-0,3	-1,1	-0,7	0,3	-2,1	2,4	0,4	0,8	1,5	0,8
Consommation publique	4,6	4,4	5,1	2,4	2,1	0,4	0,1	1,9	-2,4	-0,3	0,7	0,7	0,8	0,4	0,3
Formation brute de capital	-4,4	6,2	4,2	7,3	-2,3	0,3	-0,1	3,3	-0,4	6,7	-1,1	1,4	0,9	1,6	-0,5
Demande intérieure	2,6	3,2	3,3	4,5	0,8	0,0	-0,6	1,0	-0,4	0,8	2,1	2,5	2,6	3,4	0,6
Importations	0,8	6,1	9,7	6,1	7,2	-0,2	0,6	-0,7	-3,1	-5,6	1,0	7,4	11,0	7,8	9,5
Exportations	2,1	5,0	9,8	6,3	9,6	0,0	1,4	-0,3	-1,7	-5,2	3,0	7,0	13,3	9,3	15,0
Exportations nettes	10,7	-2,3	10,9	7,3	25,9	1,3	6,6	2,8	8,5	-6,4	2,0	-0,4	2,3	1,6	5,5
Produit intérieur brut	4,1	2,1	4,9	5,0	6,1	0,3	0,8	1,3	1,0	-0,1					
Déflateur du PIB	2,1	5,0	1,7	4,2	6,2	-0,6	0,1	0,0	-0,5	0,4					
Emploi salarié	3,4	1,9	2,4	3,0	4,0	0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0					
Emploi total	3,2	1,8	2,2	2,9	3,7	0,3	0,0	-0,1	-0,1	0,0					
Rémunération moyenne par salarié	3,1	2,2	3,9	3,8	4,5	-0,5	0,3	-0,2	0,2	2,3					
Productivité du travail	0,8	0,3	2,6	2,1	2,3	-0,1	0,8	1,3	1,1	-0,1					
Coût unitaire du travail	2,2	1,9	1,3	1,7	2,2	-0,5	-0,5	-1,5	-0,9	2,3					
Marge de profit	-0,1	3,1	0,4	2,5	4,1	-0,2	0,6	1,5	0,4	-2,0					

Source: STATEC

Comptes nationaux trimestriels: Estimation préliminaire de la croissance pour le deuxième trimestre 2007.

Selon l'estimation préliminaire des comptes nationaux trimestriels, le PIB luxembourgeois a continué à faire preuve de dynamisme au deuxième trimestre 2007: sa progression trimestrielle, corrigée des variations saisonnières, s'étant établie à 1,3% par rapport au trimestre précédent et à 5,3% par rapport au deuxième trimestre de 2006. Concernant sa position dans le cycle, la croissance de l'économie luxembourgeoise est demeurée robuste au cours des premiers mois de 2007 en dépit de la révision à la baisse observée pour le premier trimestre 2007 par rapport à la précédente version de la comptabilité nationale (0,9% en glissement trimestriel dans la nouvelle version après encore 1,6% dans la version précédente). Soulignons que contrairement à ce qui a été observé pour la zone euro au cours du deuxième trimestre de 2007, le Luxembourg n'aurait donc pas subi un trou d'air conjoncturel.

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 du deuxième trimestre 2007 (avec une part contributive de 1,5pp), la demande intérieure ayant, quant à elle, ponctionné la croissance (affichant une contribution négative de 0,2pp). En effet, sur le plan extérieur, la progression trimestrielle des exportations s'est renforcée (de 0,2% à 2,0%) alors que pendant ce temps l'on observait une décélération de la croissance des importations (de 1,4% à 1,1%). Par ailleurs, les composantes de la demande intérieure, exception faite de la formation brute de capital, ont affiché des contributions négatives. La contribution négative de la consommation privée (de l'ordre de -1,1pp) se révèle pourtant en contradiction avec les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs: au cours des premiers mois de 2007, cet indicateur décrit un regain de la confiance des consommateurs, lui permettant d'atteindre en mai 2007 son niveau le plus élevé depuis avril 2002.

En outre, la contribution positive de la formation brute de capital (1,5pp) est en phase avec les enquêtes d'opinion trimestrielles dans l'industrie qui dressent l'image d'une situation conjoncturelle favorable. En effet, les résultats de ces dernières enquêtes se sont hissés vers des niveaux proches de leurs sommets historiques au deuxième tri-

mestre, à l'instar de ce qui s'observe dans d'autres pays de la zone euro. A noter que cette analyse de la comptabilité nationale trimestrielle est succincte dans la mesure où ces comptes doivent être interprétés avec circonspection car, avec l'extension de leur couverture statistique, ils vont nécessairement faire l'objet de révisions.

Tableau 7 Evolutions des principaux agrégats macroéconomiques (en glissement trimestriel et annuel, à l'erreur d'arrondi près, cvs)

	Taux de variation annuels						Taux de variation trimestriels					
	2006T1	2006T2	2006T3	2006T4	2007T1	2007T2	2006T1	2006T2	2006T3	2006T4	2007T1	2007T2
Consommation privée	3,7	2,7	1,6	0,4	0,7	2,0	0,6	-0,3	-0,2	0,4	0,8	1,0
Consommation publique	2,3	2,3	2,3	1,8	2,1	0,9	0,0	0,9	0,2	0,8	0,3	-0,3
Formation brute de capital	3,4	-10,5	3,9	-5,1	3,0	10,9	-8,1	-11,4	-6,9	25,1	-0,2	-4,6
Demande intérieure	3,7	-2,2	2,3	-0,8	1,5	4,2	-1,9	-3,8	-1,7	7,1	0,3	-1,3
Importations	11,3	7,8	5,6	3,2	3,0	4,2	1,5	0,1	0,0	1,6	1,4	1,1
Exportations	12,7	13,2	7,8	5,8	5,6	3,8	0,4	3,7	-0,4	2,1	0,2	2,0
Exportations nettes	23,1	53,5	21,1	22,2	22,9	2,2	-6,2	28,3	-2,6	4,4	-5,7	6,6
Produit intérieur brut	6,8	6,1	6,0	5,2	4,7	5,3	1,4	0,7	1,1	1,9	0,9	1,3

Source: STATEC

1.2.3 L'industrie

Au début de l'année 2007, les indicateurs conjoncturels ont présenté un bilan légèrement moins favorable que lors de l'année passée. Ainsi, lors des mois de janvier à août, les progressions de la valeur de la production et de la production en volume sont inférieures à celles observées en moyenne en 2006. De plus, à l'instar de l'année 2006, les hausses reposent largement sur l'évolution favorable des prix, la croissance de la production par jour ouvrable ayant notamment baissé de 2,1% en 2006 à 1,5% au cours des huit premiers mois de l'année 2007, ce qui l'amène nettement en-dessous de la croissance du secteur manufacturier dans la zone euro.

La ventilation sectorielle de la production par jour ouvrable indique des évolutions très hétérogènes dans les différentes branches. D'une part, grâce à la reprise de l'investissement des entreprises, la production des biens d'équipement affiche une hausse de plus de 10% au cours de la période sous revue. La robustesse de la demande mondiale offre un soutien important au secteur des biens intermédiaires. Bien que sa production soit en décélération, le secteur affiche un taux de progression supérieur à 4%. Par contre, les branches de l'énergie et des biens de consommation connaissent des évolutions nettement moins favorables avec des baisses de leur volume d'activité de respectivement 12,3% et 6,8%.

Tableau 8 Indicateur d'activité dans l'industrie (en taux de variation annuel)

	2005	2006	2007-8mois	2007-T1	2007-T2
Valeur de la production	4,7	9,7	8,4	9,5	9,3
Production du mois	0,6	2,1	1,5	1,4	1,8
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	2,4	0,3	0,8	1,2	1,2
Biens intermédiaires (ppjo)	-1,3	6,1	4,2	6,4	8,1
Biens d'équipement (ppjo)	11,3	1,3	12,8	9,2	12,8
Biens de consommation (ppjo)	2,4	-4,4	-6,8	-4,2	-3,2
Energie (ppjo)	-1,7	-1,5	-12,3	-7,8	-15,8

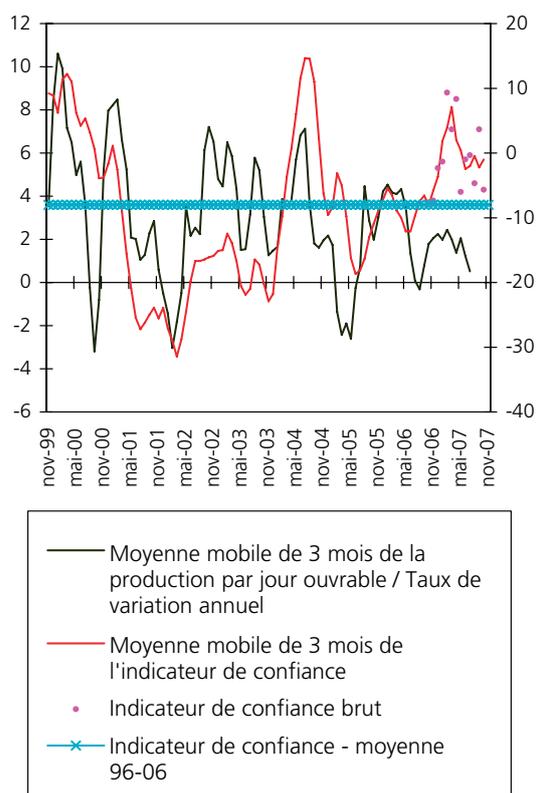
Source: STATEC

Dans son ensemble et ceci depuis la mi-2006, l'évolution de l'activité économique dans l'industrie s'est avérée inférieure à ce qu'avaient laissé préfigurer les enquêtes de conjoncture (voir graphique). Cette évolution divergente pourrait s'expliquer par le traitement asymétrique de la branche de l'énergie dans les deux enquêtes, puisque cette branche n'est pas reprise dans les enquêtes de conjoncture.

L'indicateur de confiance basé sur les enquêtes mensuelles de conjoncture avait atteint son sommet en février 2007. Par la suite, les chefs d'entreprises ont légèrement tempéré leur optimisme, sans toutefois devenir pessimiste. Ceci pourrait indiquer que l'activité de l'économie réelle demeure à ce stade peu affectée par les turbulences observées sur les marchés financiers et qui reflètent davantage les problèmes de la sphère financière de l'économie. Fin 2007, l'indicateur de confiance demeure à un niveau supérieur à sa moyenne historique, ce qui est également de bon augure pour l'évolution de l'activité économique au tournant de l'année 2007/2008.

Graphique 16

Indicateur de confiance et production industrielle¹³



Source: STATEC, calculs BCL

¹³ Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

1.2.4 La construction

A l'opposé du secteur de l'industrie, la construction a connu une accélération de son rythme de croissance. Le chiffre d'affaires et la production par jour ouvrable ont progressé de respectivement 13,2% et 3,3% au cours des huit premiers mois de l'année contre des variations de respectivement 5,3% et de 2,4% en 2006. Le dynamisme du secteur repose en revanche nettement sur le génie civil. Les données disponibles, mais sujettes à révisions, signalent en effet un léger essoufflement de la dynamique de croissance dans la branche du bâtiment. Pourtant, la situation fondamentale ne diffère guère de celle observée lors des années précédentes, où le secteur a profité d'un environnement porteur. En début de l'année 2007, la forte hausse des permis de bâtir est un reflet à la fois de la demande persistante pour les logements et de la volonté du gouvernement de contrarier la hausse des prix immobiliers. Bien que cette évolution soit de bon augure pour l'activité du secteur au cours des prochains trimestres, il reste à voir si la hausse des autorisations se concrétise à terme par une augmentation de l'activité de construction et ainsi du parc de logements.

A court terme, le durcissement des conditions de crédit risque d'atténuer la demande. La hausse des charges

mensuelles sur prêts à taux variables dissuadera l'achat et la construction de logements par certains ménages et ceci d'autant plus que les indicateurs traduisant les difficultés d'accès au logement ont déjà atteint des niveaux historiquement élevés¹⁴. En juin 2007, l'Euro-système avait procédé à un ajustement à la hausse du taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement, le portant de 3,50% en début d'année à 4,0%. Les statistiques relatives aux taux d'intérêt appliquées par les banques commerciales révèlent que les taux hypothécaires demeurent orientés à la hausse et avoisinent désormais 4,9%. Mais il apparaît également que la transmission des coûts de refinancement des banques aux taux hypothécaires demeure à ce stade incomplète, traduisant une possible compression des marges de profit des banques commerciales. Les problèmes apparus dans le marché monétaire au deuxième semestre – le taux Euribor à 3 mois s'étant écarté considérablement et de manière persistante du taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement – sont également de nature à favoriser un durcissement des conditions financières. De plus, cet impact ne sera guère compensé par un assouplissement des autres conditions d'attribution de crédits par les banques commerciales, puisque celles-ci ont déjà agi en ce sens par le passé dans le cadre de la forte hausse des prix immobiliers.

Tableau 9 Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2005	2006	2007-8mois	2007-T1	2007-T2	2007-T3
Chiffre d'affaires – Total	3,1	5,3	13,2	24,3	11,1	
Production par jour ouvrable -Total	-0,9	2,4	3,3	12,1	0,9	
Production par jour ouvrable -Bâtiment	1,1	2,2	1,3	8,7	-1,2	
Production par jour ouvrable -Génie civil	-8,0	3,2	12,1	28,6	9,1	
Permis de bâtir ¹⁵	21,3	-5,9		-6,5	37,2	
Crédits au logement ¹⁶	16,6	11,2		-4,4	6,8	
Taux hypothécaires	3,5	4,1		4,6	4,6	4,9

Source: STATEC

¹⁴ Voir l'encadré «Evolution des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg» dans Bulletin BCL 2007/1, pp.37-40

¹⁵ Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

¹⁶ Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

1.2.5 Le commerce et les autres secteurs

Les différentes branches du commerce ont présenté un bilan globalement positif en 2006, ce qui est sans doute la résultante de l'embellie générale qui caractérise l'économie luxembourgeoise. Cependant, au début de l'année 2007, la décélération des ventes dans le commerce pointe vers un retournement de tendance. Le chiffre d'affaires aurait même baissé dans l'hôtellerie et les immatriculations de voitures neuves affichent un déclin de plus de 3% au cours des neuf premiers mois de l'année. Ces résultats, témoignant du comportement

attentiste des consommateurs, sont peu encourageants étant donné les fondements macroéconomiques. La croissance de l'emploi demeure robuste et la dynamique des salaires s'affiche également au-delà des attentes. Le maintien de l'indicateur de confiance des consommateurs à un niveau comparativement élevé est également un signal favorable pour la consommation des ménages (voir point suivant). Finalement, l'hôtellerie et les restaurants devrait aussi bénéficier d'un nombre accru de visites de touristes attirés par les manifestations organisées dans le cadre de «Luxembourg et Grande-Région: Capital Européenne de la culture 2007».

Tableau 10 *Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs (en taux de variation annuel)*

	2005	2006	2007-6mois	2007-T1	2007-T2	2007-T3
Immatriculation de voitures	0,8	4,7	-3,7	1,4	-8,7	-3,6
Commerce de gros	7,4	7,2	6,4	5,7	7,1	--
Commerce de détail	2,3	4,6	3,4	4,6	2,2	--
Hôtels et restaurants	4,7	1,7	-1,2	-2,7	0,0	--
Transport	25,0	6,8	-1,0	-10,7	9,2	--
Activités informatiques	5,5	5,4	21,6	-1,7	50,4	--
Services fournis aux entreprises	10,3	13,4	11,5	13,8	9,5	--

Source: STATEC

Le transport, les activités informatiques et les services fournis aux entreprises sont des secteurs dont l'activité dépend largement de la demande des secteurs phares de l'économie, à savoir l'industrie et les services financiers. L'évolution de leur chiffre d'affaires lors de la première moitié de l'année pointe, à l'instar du commerce, vers une légère décélération de l'activité économique en 2007. Le secteur du transport, englobant le transport terrestre, le transport par eau, les transports aériens et les services auxiliaires des transports, aurait connu une période de stagnation au début de l'année selon les données actuellement disponibles. La dynamique de croissance dans les services fournis aux entreprises s'établirait à peu près au même niveau que lors des deux années précédentes alors que seules les activités informatiques auraient connu une accélération nette des affaires lors de la période sous revue.

1.2.6 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs, résultant de l'enquête mensuelle de conjoncture de la BCL auprès des ménages¹⁷, s'est nettement replié en septembre, revenant à 2, soit son plus bas niveau depuis octobre 2006, après avoir fluctué aux alentours de +7 et +8 au cours de la période allant de juin à août. Ce sensible recul de la confiance en septembre s'explique par l'orientation négative des quatre composantes de l'indicateur de confiance, en particulier des anticipations des consommateurs relatives à la situation économique générale. Les turbulences financières provoquées par la crise des marchés hypothécaires risqués aux Etats-Unis semblent avoir pesé sur la confiance des consommateurs en septembre. Celle-ci s'est redressée ensuite pour afficher en octobre et novembre des valeurs nettement supérieures à sa moyenne historique (cf. tableau ci-dessous).

17 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

Tableau 11 Indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg et ses composantes (données corrigées des variations saisonnières)

		Indicateur de confiance des consommateurs	Anticipations sur les douze prochains mois			
			Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages
2006	janvier	1	-16	33	2	52
	février	0	-13	33	1	47
	mars	-1	-17	36	3	47
	avril	-3	-22	38	3	46
	mai	-7	-22	41	-8	44
	juin	-2	-13	36	-3	44
	juillet	-3	-16	35	-3	43
	août	-1	-11	34	-1	43
	septembre	2	-5	32	-1	44
	octobre	1	-6	32	1	42
	novembre	3	-3	30	3	43
	décembre	4	-3	26	2	44
2007	janvier	6	1	25	-2	49
	février	4	-3	30	2	46
	mars	4	3	26	2	39
	avril	8	3	22	3	48
	mai	12	4	16	4	56
	juin	7	1	22	2	45
	juillet	8	0	18	5	47
	août	7	-2	21	2	50
	septembre	2	-13	23	-3	47
	octobre	10	3	21	5	52
	novembre	6	-5	15	-2	46

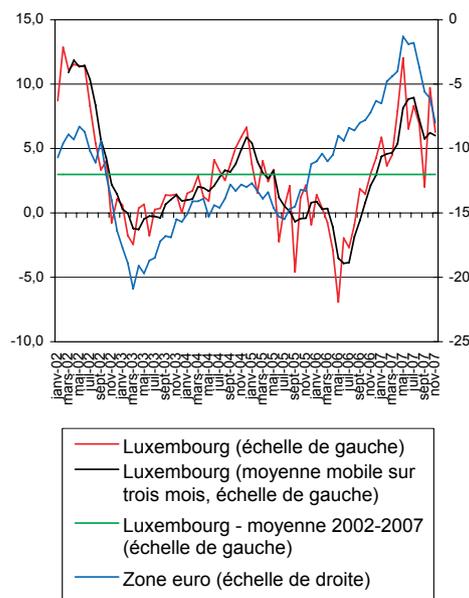
Source: BCL

Note: En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation témoigne d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable.

Le graphique suivant qui montre, entre autres, l'intégralité des données relatives à la confiance des consommateurs collectées depuis l'introduction de l'enquête au Luxembourg en janvier 2002, confirme que les consommateurs sont actuellement plutôt optimistes. Ce graphique témoigne également d'un certain co-mouvement entre la confiance observée au Luxembourg et celle de la zone depuis la mi-2006.

Graphique 17

Indicateurs de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)



Sources: BCL et Commission européenne

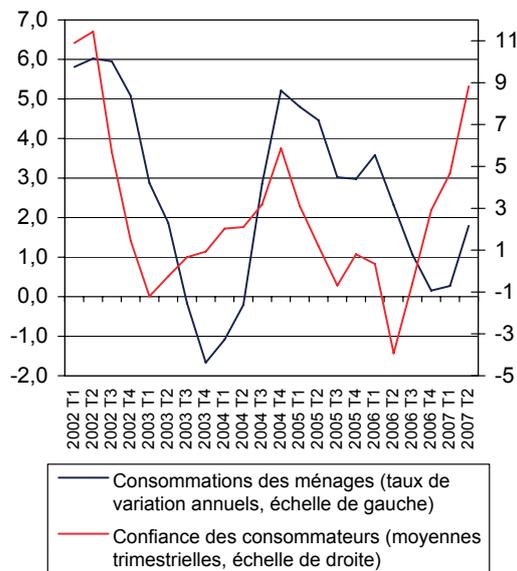
Utilisation des enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs pour l'analyse de l'évolution à court terme de la consommation des ménages

Le présent encadré propose une mise à jour des travaux relatifs à l'évaluation de l'utilisation des enquêtes de conjoncture que la BCL mène auprès des consommateurs résidents. Il fait suite à un encadré consacré au même sujet publié dans le Rapport annuel de la BCL relatif à l'année 2005. Cette mise à jour est nécessaire pour différentes raisons. Premièrement, au vu du fait que six observations trimestrielles supplémentaires sont devenues disponibles depuis la première publication en cette matière, il convient de vérifier si les données des enquêtes auprès des consommateurs présentent toujours des propriétés d'indicateur coïncident ou avancé de la croissance de la consommation des ménages et si les corrélations ont été stables à travers le temps. Deuxièmement, les révisions à la série des données relatives à la consommation des ménages pourraient avoir changé le degré de corrélation. Il s'agit donc d'un réexamen de la fiabilité des informations relatives à l'évolution de la consommation des ménages fournies par les résultats des enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs. A rappeler que l'intérêt des résultats des enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs réside dans leur périodicité mensuelle et leur disponibilité rapide et qu'ils sont donc susceptibles de contribuer à l'analyse de l'évolution à court terme de la consommation des ménages.

L'analyse des deux graphiques ci-dessous, qui présentent respectivement les taux de variation annuels et trimestriels de la consommation des ménages (calculés sur base des comptes nationaux trimestriels), d'une part, et l'indicateur de confiance des consommateurs, d'autre part, permettent d'identifier un raisonnable degré de co-mouvement entre les séries en question.

Graphique 1

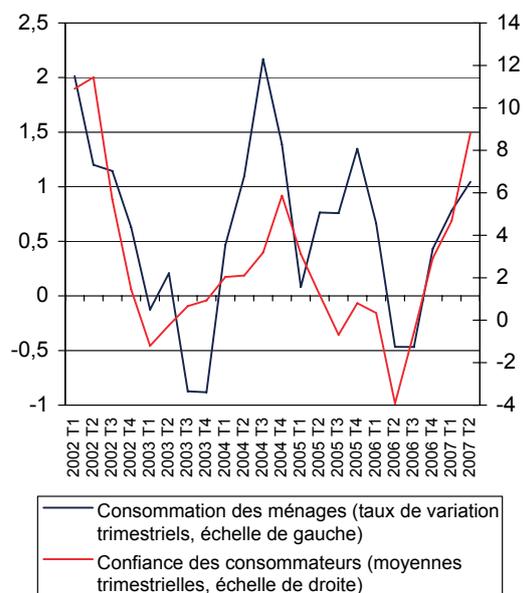
Indicateur de confiance des consommateurs et croissance annuelle de la consommation des ménages en volume (données corrigées des variations saisonnières)



Source: BCL, STATEC

Graphique 2

Indicateur de confiance des consommateurs et croissance trimestrielle de la consommation des ménages en volume (données corrigées des variations saisonnières)



Sources: BCL, STATEC

Les résultats de l'analyse de corrélation présentée ci-dessous confirment cette conclusion tirée de l'examen direct des graphiques présentées ci-dessus. Les deux tableaux suivants recensent les coefficients de corrélation obtenus pour différents décalages entre la croissance annuelle/trimestrielle de la consommation des ménages et les résultats des enquêtes auprès des consommateurs. Les deuxièmes (quatrième) colonnes indiquent les corrélations dans le cas où les données d'enquête sont en retard (en avance) sur la croissance de la consommation des ménages¹⁸.

L'analyse de corrélation présentée au premier tableau ci-dessous confirme que l'indicateur de confiance des consommateurs peut être considéré comme un indicateur avancé de la croissance annuelle de la consommation des ménages puisque la corrélation est maximale si l'indicateur devance le taux annuel de progression de la consommation d'un trimestre (colonne 4). La même conclusion vaut au niveau de trois des composantes de l'indicateur de confiance, à savoir le chômage, la situation financière des ménages et leur capacité d'épargner.

Tableau 1 *Corrélation entre les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs et la croissance annuelle de la consommation des ménages en volume*

	<i>Consommation en t-1 (retard)</i>	<i>Consommation en t</i>	<i>Consommation en t+1 (avance)</i>
Confiance des consommateurs	0,00	0,42	0,66
Composantes de l'indicateur de confiance			
Situation économique générale	-0,38	0,01	0,27
Chômage	0,11	0,42	0,62
Situation financière	0,41	0,57	0,55
Capacité d'épargner	0,25	0,49	0,62

Source: STATEC

Le tableau ci-dessous atteste que l'indicateur de confiance des consommateurs peut plutôt être considéré comme un indicateur coïncident de la croissance trimestrielle de la consommation des ménages parce que la corrélation est maximale si l'indicateur coïncide avec le taux de progression trimestriel de la consommation d'un trimestre (colonne 3). Le même constat vaut au niveau de trois des composantes de l'indicateur de confiance, à savoir le chômage, la situation financière des ménages, et leur capacité d'épargner. A noter que les corrélations entre la croissance trimestrielle de la consommation et les résultats des enquêtes de conjoncture se sont fortement améliorées par rapport à celles publiées dans notre Rapport annuel de 2005.

Tableau 2 *Corrélation entre les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs et la croissance trimestrielle de la consommation des ménages en volume*

	<i>Consommation en t-1 (retard)</i>	<i>Consommation en t</i>	<i>Consommation en t+1 (avance)</i>
Confiance des consommateurs	0,46	0,62	0,43
Composantes de l'indicateur de confiance			
Situation économique générale	0,09	0,34	0,37
Chômage	0,40	0,57	0,42
Situation financière	0,47	0,40	0,14
Capacité d'épargner	0,60	0,60	0,12

Source: STATEC

¹⁸ Note: Les entrées des tableaux qui sont indiquées en caractères gras sont significatives au seuil de 1%, à l'exception de celles qui sont indiquées en caractères gras et en italique qui le sont au seuil de 5%. Les autres coefficients de corrélation ne sont pas significatifs.

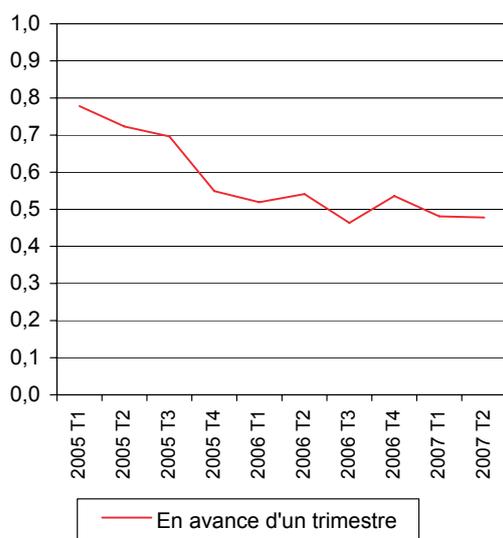
Les coefficients de corrélation glissante permettent de retracer dans le temps l'évolution du degré de corrélation entre les séries et d'évaluer la stabilité de cette relation. Les graphiques suivants présentent les corrélations les plus significatives observées entre les données de l'enquête auprès des consommateurs et respectivement les croissances annuelle et trimestrielle de la consommation des ménages sur une fenêtre de douze trimestres au cours de la période allant du premier trimestre 2002 au deuxième trimestre 2007.

Le graphique qui retrace la corrélation entre la confiance des consommateurs et la croissance annuelle de la consommation des ménages en volume confirme que la confiance des consommateurs présente toujours des propriétés d'indicateur avancé bien que la corrélation en question ait affichée une tendance légèrement défavorable au cours de la période sous revue.

Le dernier graphique montre une dégradation temporaire des propriétés d'indicateur coïncident de la confiance des consommateurs pour le rythme de croissance trimestriel de la consommation des ménages.

Graphique 3

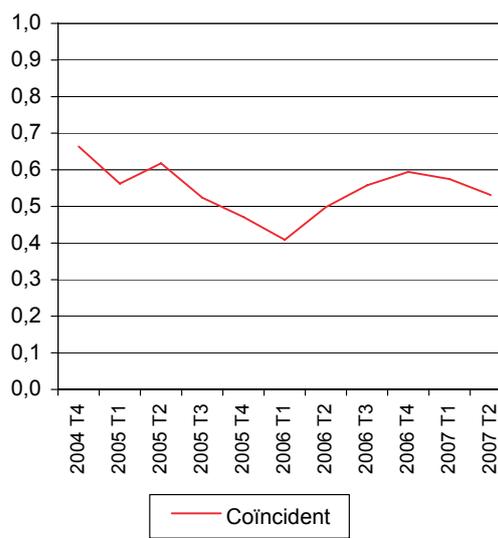
Corrélations glissantes entre les données ressortant des enquêtes de conjoncture et la croissance annuelle de la consommation des ménages en volume



Sources: BCL, STATEC

Graphique 4

Corrélations glissantes entre les données ressortant des enquêtes de conjoncture et la croissance trimestrielle de la consommation des ménages en volume



Sources: BCL, STATEC

Globalement, les résultats fournis au présent encadré font ressortir que les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs présentent un degré de corrélation satisfaisant avec la croissance de la consommation des ménages. L'encadré confirme donc que les enquêtes auprès des consommateurs fournissent des informations utiles sur l'évolution de la consommation des ménages, étant donné que les résultats de celles-ci sont disponibles bien avant les données des comptes nationaux. Toutefois, une certaine instabilité observée aux niveaux des corrélations à travers le temps ainsi que le fait que les enquêtes de conjoncture auprès des consommateurs n'ont été introduites qu'en 2002, invitent à la prudence dans l'extrapolation des évolutions futures de la consommation des ménages à partir des données de ces enquêtes.

1.2.7 Le marché du travail

1.2.7.1 L'emploi

Selon les dernières informations disponibles, la situation sur le marché du travail au Luxembourg est demeurée dynamique tout au long des dix premiers mois de 2007 dans le sillage de la conjoncture toujours favorable. La progression de l'emploi a affiché un rythme de croisière de l'ordre de 4,4%, tandis que le taux de chômage désaisonnalisé s'est cristallisé autour de 4,4%.

Plus en détails, la croissance annuelle de l'emploi salarié a été de 4,6% en moyenne au cours des premiers mois de 2007. A cette allure soutenue, l'emploi s'est fixé à près de 325 000 personnes en octobre 2007 (324 082 plus précisément après 308 479 douze mois plus tôt). Parallèlement, l'emploi indépendant a affiché un rythme de progression quasi-constant de l'ordre de 1,0% en moyenne, ce qui a permis à cet agrégat de l'emploi d'atteindre 20 298 travailleurs indépendants en octobre 2007 (après 20 066 travailleurs indépendants douze mois plus tôt).

La progression annuelle de l'emploi total intérieur a atteint 4,8% en octobre (après 4,3% en octobre 2006) et l'emploi frôle désormais la barre des 345 000 personnes (344 380 plus précisément en octobre 2007 après 328 545 douze mois plus tôt). Cette évolution de l'emploi a abouti à la création nette de plus de 14 000 postes au cours des dix premiers mois de 2007 ce qui constitue la meilleure performance enregistrée depuis 2001. Ce sont les frontaliers, dont le nombre total a franchi le seuil des 140 000 personnes en octobre 2007 (plus précisément 140 963 frontaliers en octobre 2007 après 129 949 personnes douze mois plus tôt, soit une augmentation de 8,5%) qui continuent d'occuper la grande majorité de ces nouveaux emplois. Leur poids dans les créations d'emplois a graduellement augmenté tout au long des dix premiers mois de l'année 2007 de sorte

qu'ils occupent désormais 72% des postes créés et 40% de l'emploi total en octobre 2007 (après respectivement 65% et 38% en octobre 2006). Ceci s'explique en partie par le fait que les deux principaux secteurs qui ont créé des emplois au cours de la période sous revue sont des secteurs qui occupent et embauchent donc majoritairement des travailleurs non-résidents¹⁹. La contrepartie de cette évolution se retrouve en une régression de la part des résidents dans les créations d'emplois. L'emploi national s'élève désormais à 213 530 personnes en octobre 2007 (après 208 536 résidents occupant un emploi douze mois plus tôt, soit une hausse de 2,4%).

Ce dynamisme sur le front de l'emploi observé au cours des premiers mois de 2007 est désormais le fruit de l'ensemble des secteurs, ce n'était pas le cas au cours des années précédentes. Selon les chiffres de la comptabilité nationale disponibles pour le premier semestre de 2007, cette solide progression de l'emploi total trouve essentiellement son origine dans le secteur de l'«Immobilier, location et services aux entreprises» (qui explique plus d'un tiers de cette croissance annuelle) et dans celui des «Activités financières» (dont la part contributive s'élève à un quart de la croissance totale de l'emploi au cours du semestre sous revue). Ces deux secteurs sont donc redevenus les principaux moteurs de la croissance de l'emploi comme avant le ralentissement de la conjoncture en 2001. Parallèlement, les secteurs de la «Construction» et du «Commerce» ont aussi significativement contribué à la croissance de l'emploi (respectivement à hauteur de 14% et de 17% de la progression moyenne observée au cours des six premiers mois de 2007) alors que la croissance de l'emploi dans l'«Industrie» a poursuivi son rétablissement entamé en 2006 (3%). A noter que l'emploi dans l'«Administration publique» n'a, quant à lui, qu'accessoirement appuyé la croissance de l'emploi au cours du semestre sous revue (il a contribué à seulement 8% des nouveaux emplois).

¹⁹ Le secteur «Immobilier, location et services aux entreprises» et celui des «Activités financières» comptent en moyenne 53,1% de travailleurs frontaliers (au 31 mars 2006, Rapport Général sur la Sécurité Sociale 2005, IGSS).

Tableau 12 Croissance annuelle (en %) de l'emploi et taux de chômage (en % de la population active)

	Emploi salarié *	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «strict» ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage «large»	Taux de chômage harmonisé
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,5%	2,5%	3,6%	2,3%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,3%	2,3%	3,7%	2,0%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,6%	2,6%	4,2%	2,7%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,4%	5,2%	3,7%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%	5,1%
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%	4,5%
2006	4,1	0,0	3,9	6,7	2,1	2,3	4,4%	4,4%	6,2%	4,7%
2006T1	3,8	0,0	3,6	6,1	2,0	2,5	4,7%	4,4%	6,5%	4,8%
2006T2	4,2	-0,1	3,9	6,6	2,2	2,3	4,1%	4,3%	6,0%	4,6%
2006T3	4,2	0,0	3,9	6,8	2,1	2,2	4,2%	4,4%	6,0%	4,7%
2006T4	4,4	0,1	4,1	7,2	2,2	2,3	4,6%	4,5%	6,4%	4,8%
2007T1	4,3	0,8	4,1	7,6	1,9	2,0	4,8%	4,5%	6,5%	4,9%
2007T2	4,4	1,0	4,2	7,9	1,8	1,9	4,2%	4,4%	6,0%	4,9%
2007T3	5,1	1,0	4,8	8,5	2,4	2,3	4,1%	4,4%	5,8%	4,9%
juin-07	4,3	0,9	4,1	7,6	1,8	1,9	4,1%	4,5%	5,9%	4,9%
juil.-07	5,1	0,9	4,9	8,5	2,5	2,5	4,1%	4,4%	5,8%	4,9%
août-07	5,1	0,9	4,8	8,5	2,4	2,4	4,1%	4,4%	5,8%	4,9%
sep.-07	5,0	1,0	4,8	8,5	2,4	2,1	4,2%	4,3%	5,8%	4,8%
oct.-07	5,1	1,2	4,8	8,5	2,4	2,2	4,3%	4,3%	5,9%	n.d.

Sources: ADEM, STATEC et Eurostat

1.2.7.2 Le chômage

La consolidation de la conjoncture à l'ensemble des secteurs d'activité en termes d'emplois a continué à porter ses fruits sur le front du chômage depuis le début de 2007. De fait, les données les plus récentes révèlent que le recul du taux de chômage observé au cours des dix premiers mois de 2007 (de 4,9% en janvier à 4,3% en octobre) se retrouve aussi au niveau de la version désaisonnalisée du taux de chômage (de 4,5% en janvier à 4,3% en octobre).

Néanmoins, une analyse plus détaillée révèle que l'origine du chômage au Luxembourg n'est pas exclusivement de nature conjoncturelle et qu'un certain nombre de chômeurs n'a pas bénéficié et risque de ne pas profiter de la vigueur de la conjoncture pour retrouver un emploi.

D'abord, plus de la moitié des personnes inscrites auprès de l'ADEM en octobre ne disposent que d'une formation initiale de niveau primaire ce qui constitue un gros obstacle lors de la recherche d'un emploi, puisque l'essentiel des postes offerts nécessitent une formation bac+. Ainsi, le secteur des «Activités financières» et des

«Services fournis principalement aux entreprises», qui ont été les principaux pourvoyeurs d'emplois nouveaux au cours des premiers mois de 2007, créent essentiellement des postes pour des travailleurs qualifiés, voire spécialisés dans le domaine financier. Plus encore, la hausse graduelle de la part de chômeurs peu qualifiés au sein de la population au chômage depuis l'année précédente révèle que les récentes créations d'emplois n'ont pas bénéficié à ce type de chômeurs mais plutôt à ceux qui disposent d'un niveau supérieur d'enseignement post-secondaire (la part de ces derniers dans la population au chômage ayant quant à elle baissé). Ensuite, la hausse significative du nombre de chômeurs de longue durée au cours des dix premiers mois de 2007 – qui représentent désormais deux chômeurs sur cinq – risque aussi de perturber cette rémission sur le front du chômage qui se dessine depuis le début de 2007. Tant la dépréciation des compétences qui est 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 susceptibles de réduire la probabilité pour ces chômeurs de retrouver un emploi en dépit de la conjoncture robuste.

Le taux de chômage au sens «large», qui englobe les chômeurs dans une mesure de mise au travail ou de formation, a lui aussi reculé tout au long des dix premiers mois de 2007 (13 197 chômeurs en octobre 2007). Cette évolution s'explique à la fois par la baisse de la composante «stricte» de ce taux de chômage ainsi que par la diminution du nombre de mesures spéciales pour l'emploi entre janvier et octobre 2007 (de 3 839 à 3 546 personnes en mesures). Soulignons que bien que les trois mesures de réinsertion les plus efficaces à court et long terme telles que déterminées dans une récente étude²⁰, à savoir le stage de réinsertion, le CAT privé et les mises au travail, représentent moins d'un tiers des personnes en mesures au cours des premiers mois de 2007 (26% en moyenne), même si leur part dans l'ensemble des mesures a légèrement augmenté par rapport à l'année précédente.

Dans ce contexte, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) a poursuivi sa remarquable ascension (+53% en moyenne en glissement annuel au cours des dix premiers mois de 2007) dans le sillage de la progression observée depuis 2004. De fait, 2 583 emplois ont été offerts en moyenne chaque mois au cours des premiers mois de 2007 (après 1 705 emplois offerts en moyenne chaque mois l'année précédente à la même période). Plus précisément, on observe que presque deux postes vacants sur cinq se situent dans le métier des «Employés de bureau» au cours de la période sous revue. Le ratio des DENS aux OENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale inoccupée et la demande de travail qui est quant à elle aussi adressées aux étrangers. Les données disponibles décrivent une nette amélioration de la situation concernant le ratio entre l'offre et la demande de travail. En moyenne, un poste est offert pour 4 candidats potentiels inscrits à l'ADEM, au cours des premiers mois de 2007 alors que l'année précédente à la même période un emploi avait été offert à 6 chômeurs. L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation est demeurée

la plus substantielle: «Vendeurs» (14 chômeurs potentiellement intéressés par une offre d'emploi), «Autres services» (10/1) et «Artisans, ouvriers (alimentaire, chimie, production, machiniste)» (8/1). L'importante inadéquation détectée au sein de ces secteurs exigeant a priori un niveau d'études peu élevé combinée au fait que ces secteurs ont offert un nombre de postes substantiels (une OENS sur cinq en moyenne) étonne, car plus de la moitié des chômeurs ne disposent que d'une formation initiale de niveau primaire. Ceci conforte l'idée de l'existence d'un noyau de chômage qui n'est guère de nature conjoncturelle au Luxembourg. Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail au cours des dix premiers mois de 2007 sont ceux des «Employés de bureau» (1 demande d'emploi potentielle pour une proposition d'emploi), des «Professions libérales, techniciens et assimilés» (2/1) et des «Directeurs et cadres administratifs supérieurs» (2/1).

1.2.7.3 Les coûts salariaux

Selon les dernières données fournies par l'indicateur de court terme de l'IGSS, la croissance annuelle du coût salarial moyen par mois et par personne s'est modérée à 3,6% au deuxième trimestre 2007 (après 4,1% l'année précédente à la même période). La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que c'est la moindre contribution des «autres composantes» (1,1pp après 1,6pp au deuxième trimestre 2006) qui est à l'origine de cette évolution, la part contributive de l'indexation automatique des salaires étant demeurée inchangée (à hauteur de 2,5pp).

Par ailleurs, la croissance du coût salarial est susceptible de s'accélérer à la fin de l'année 2007 du fait, d'une part, de la robustesse de la conjoncture qui favorise le versement de primes individuelles et, d'autre part, sous l'effet du paiement au dernier trimestre de l'augmentation de salaire négociée dans le secteur public²¹.

²⁰ Brosius J., Clément F. et M. Zanardelli; *Evaluation de l'efficacité des mesures en faveur de l'emploi au Luxembourg*, CEPS, octobre 2006.

²¹ *L'accord salarial dans la fonction publique porte sur trois années. En 2007 et 2008, une allocation sous forme de prime unique de 0,9% du traitement barémique va être payée en décembre de chacune de ces années. Puis, en 2009, une augmentation de l'indice de base des rémunérations de 1,5% interviendra avec effet au premier janvier.*

Tableau 13 Décomposition de la croissance du coût salarial moyen par mois et par personne dans l'optique de l'indicateur de court terme de l'IGSS

		Années			Trimestres					
		2004	2005	2006	2006T1	2006T2	2006T3	2006T4	2007T1	2007T2
Contribution à la croissance en points de pourcentage	Indexation	2,1	2,5	2,1	2,5	2,5	2,5	0,8	2,5	2,5
	Autres composantes	1,0	1,0	1,4	1,5	1,6	1,0	1,7	2,3	1,1
Variation annuelle en %	Coût salarial total	3,1	3,5	3,5	4,0	4,1	3,5	2,6	4,8	3,6

Source: IGSS

1.2.8 Le secteur financier

Sur base des chiffres actuellement disponibles, le secteur financier luxembourgeois a vécu une année 2007 mitigée tant en ce qui concerne les résultats des établissements de crédit qu'en ce qui concerne le développement de l'industrie des organismes de placement collectif.

En effet, bien que les résultats des établissements de crédit au 30 septembre 2007 soient légèrement en recul par rapport au 30 septembre de l'année précédente, il demeure qu'après neutralisation des plus-values non récurrentes de 904 millions d'euros réalisées en 2006, les résultats au 30 septembre 2007 sont supérieurs à ceux observés à la même date de l'année précédente. Toutefois, l'analyse décumulée des comptes de profits et pertes pour l'année 2007 témoigne que les bons résultats ont été réalisés au cours des deux premiers trimestres de l'année. Le troisième trimestre, quant à lui, accuse nettement l'impact des perturbations observées sur les marchés financiers à la suite de la crise de l'immobilier américain.

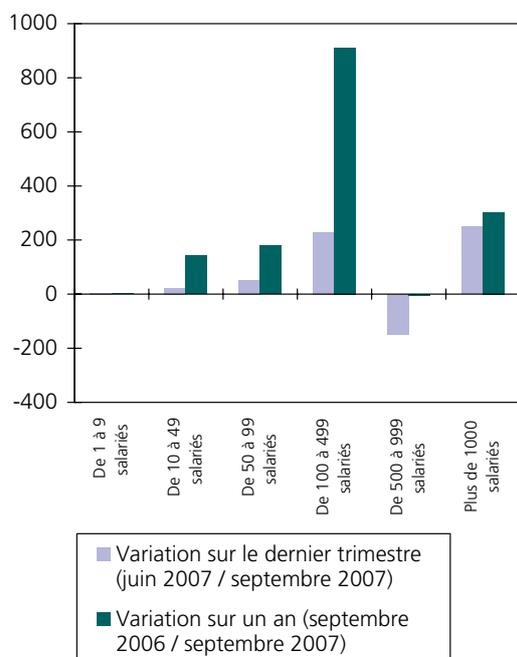
L'industrie luxembourgeoise des organismes de placement collectif a également poursuivi son développement au cours des sept premiers mois de l'année en cours bien que le rythme de croissance ait été légèrement en retrait par rapport à celui de 2006 qui était exceptionnel. Toutefois, les conséquences de la crise de l'immobilier américain se sont également répercutées sur les OPC luxembourgeois conduisant ainsi à un essoufflement du dynamisme observé au cours du premier semestre de l'année. Ainsi, au cours du troisième trimestre de l'année 2007, la valeur nette d'inventaire s'est stabilisée à un niveau élevé alors que l'apport net en capital s'est limité à 23 330 millions d'euros.

1.2.8.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

Au 30 septembre 2007, les banques luxembourgeoises employaient 25 827 personnes, contre 25 419 au 30 juin 2007, ce qui représente une création nette de 408 emplois sur le trimestre. Depuis le début de l'année 2007, 1 075 emplois ont été créés, soit une progression de l'effectif de 4,34% par rapport au 31 décembre 2006. Finalement, sur un an, c'est à dire de septembre 2006 à septembre 2007, les banques luxembourgeoises ont étoffé leurs effectifs de 6,05%, soit 1 473 emplois créés. L'essentiel de ce gain concerne les banques dont l'effectif au 30 septembre 2007 était compris entre 100 et 499 salariés; ce constat reste valide même après correction de l'effet de base lié à la prise en compte des caisses rurales de la banque Raiffeisen au 31 mars 2007, dont l'impact (positif) peut être estimé à 215 salariés.

Graphique 18

Répartition de la croissance de l'emploi des banques par classes d'effectifs.



Source: BCL

La croissance de l'emploi dans le secteur bancaire est ininterrompue depuis trois ans. En effet, depuis le début du second semestre 2004, l'effectif des banques croît à un rythme trimestriel moyen proche de 1,0%. Ce rythme a été particulièrement vigoureux durant les trois premiers trimestres 2007, avec une moyenne trimestrielle de 1,43% sur cette période.

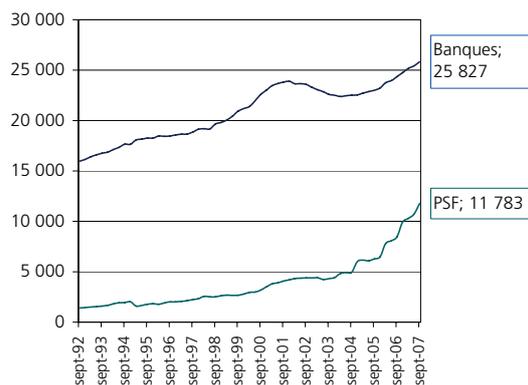
Cette progression de l'emploi peut être mise en relation avec les bons résultats économiques dont bénéficient les banques luxembourgeoises. Cependant, le ralentissement de la croissance des revenus bancaires, en raison de la crise financière de l'été 2007 pourrait peser sur les politiques d'embauche dans les mois à venir. Par ailleurs, récemment, Deutsche Börse a annoncé qu'elle allait supprimer environ 300 emplois sur les places de Francfort et de Luxembourg. Clearstream, filiale de Deutsche Börse, pourrait être impactée à hauteur de 140 emplois.

Il convient toutefois de noter qu'au cours des derniers mois, le secteur financier a régulièrement mis en avant un manque de ressources qualifiées (celui-ci étant estimé à 2 000 ou 3 000 personnes). Dans ce contexte précis, ce sont les décideurs politiques luxembourgeois qui sont interpellés afin d'agir sur deux tableaux: améliorer la qualification de la main d'œuvre locale, rendre possible l'accès des non-européens à certains postes. Si de telles mesures venaient à être mise en place, nous pourrions assister à une augmentation du nombre de postes créés sur la place financière.

En ce qui concerne les professionnels du secteur financier (PSF), ces derniers ont créé 1 071 emplois entre juin (10 712) et septembre 2007 (11 783), soit une progression de 10,00%. Depuis le début de l'année 2007, 1 855 emplois ont été créés par les PSF. 217 entités, ayant le statut de PSF, étaient enregistrées au 30 septembre 2007; pour un tiers, ces entités étaient d'origine luxembourgeoise. Il convient de mentionner qu'une part importante de cette hausse repose sur un effet de base, c'est à dire une augmentation du périmètre de collecte. Ainsi, la moitié de la hausse de 1 071 emplois observée entre juin et septembre 2007 est liée à l'augmentation du nombre de PSF de 213 à 217. En décembre 2006, le nombre de PSF sous revue était de 196.

Graphique 19

Evolution de l'effectif des banques et des PSF sur la période septembre 1992 – septembre 2007.



Source: BCL

1.2.8.2 Les établissements de crédit

L'évolution du nombre des établissements de crédit

L'observation en fin novembre 2007 indique une légère hausse d'une unité par rapport au 31 décembre 2006

du nombre d'établissements de crédit inscrits sur la place bancaire luxembourgeoise; à cette date, 157 établissements de crédit étaient officiellement enregistrés.

Le tableau ci-dessous fournit un aperçu détaillé des différentes opérations ayant affecté le nombre d'établissements de crédits sur la place luxembourgeoise.

Tableau 14 *L'évolution du nombre des établissements de crédit au Luxembourg*

Banque	Constitution	Retrait	Remarques
Banca Nazionale del Lavoro International S.A.		31.03.2007	Fusion avec BNP Paribas Luxembourg
PayPal (Europe) S.à r.l. et Cie, S.C.A.	01.07.2007		
Dexia LdG Banque S.A.	03.07.2007		
PFPC Bank Limited, Luxembourg Branch	17.09.2007		
BPU Banca International S.A.		01.10.2007	Fusion avec UBI Banca International SA

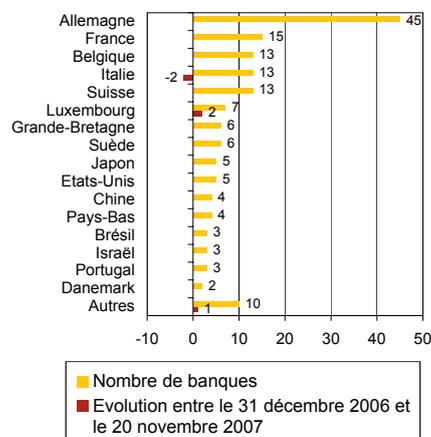
Source: BCL

Au troisième trimestre 2007, seules trois constitutions et une fusion ont été enregistrées. Les constitutions précitées témoignent de la diversification du secteur financier: la première opération concerne PayPal (Europe) S.à.r.l. et Cie, S.C.A., une banque qui opère exclusivement par Internet et qui met en œuvre un système fermé destiné à effectuer des paiements de taille peu élevés. La seconde concerne Dexia LdG Banque S.A., une banque spécialisée notamment dans les émissions de lettres de gages, filiale à 100% de Dexia BIL. Une autre opération a vu la création de la banque PFPC Bank Limited, Luxembourg Branch qui s'est spécialisé en banque dépositaire principalement pour les fonds d'investissement. N'oublions pas une fusion survenue au début du mois d'octobre 2007 entre la BPU Banca International S.A. et la UBI Banca International S.A..

Le graphique suivant montre la répartition des banques par origine géographique. La situation au 20 novembre 2007 montre que les banques allemandes dominent l'activité bancaire au Luxembourg avec 45 unités. A cette date, on dénombrait également 15 banques d'origine française, 13 d'origine belge, 13 d'origine italienne, 13 d'origine suisse et 7 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 45 banques d'origine allemande, ces 6 pays représentent 67,5% du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

Graphique 20

Répartition des banques de la place financière luxembourgeoise par origine géographique



Source: BCL

La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

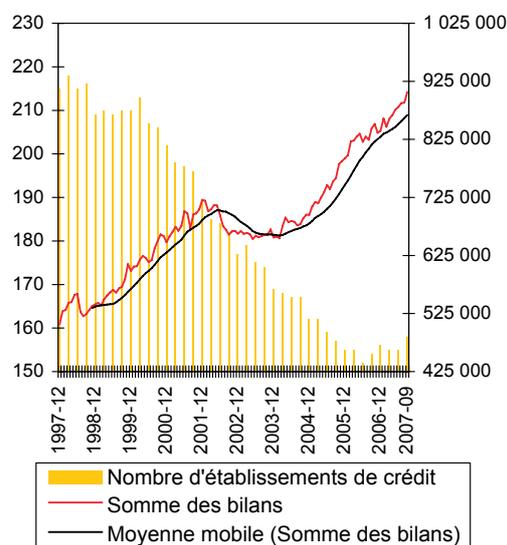
Malgré la crise des «subprimes» survenu pendant le mois de juillet 2007, et en dépit d'un accroissement sensible des prix pétroliers depuis la mi-janvier 2007, les marchés financiers, comme en témoigne l'évolution des indices boursier mondiaux, étaient en hausse sur les premiers neuf mois de l'année 2007. L'impact négatif de cette crise n'a guère entamé la confiance des entreprises et des investisseurs. Cela a stimulé l'activité bancaire au troisième trimestre 2007. Entre juin et septembre 2007, une croissance de la somme de bilan de 2,9% a pu être observée; sur base annuelle, entre septembre 2006 et septembre 2007, cette croissance a atteint 7,5%.

A l'actif du bilan, l'augmentation du volume d'activité s'est tout d'abord manifestée au niveau des créances interbancaires et des créances sur la clientèle et puis, dans une moindre mesure, au niveau du portefeuille titres. Au passif du bilan, il faut souligner en particulier la hausse des dettes interbancaires et des dépôts de la clientèle privée non bancaire, qui soutiennent la croissance. Ces derniers représentent, en poids relatif, 81,9% du total des bilans agrégés des banques.

Le graphique qui suit illustre, entre autres, le gain en termes de volume d'activité à long terme et celui observé entre la fin du mois de juin 2007 (880 982 millions d'euros) et la fin du mois de septembre 2007 (906 892 millions d'euros).

Graphique 21

Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de décembre 1997 à septembre 2007



Source: BCL

L'augmentation nette de deux unités du nombre d'établissements de crédit au cours du troisième trimestre de l'année 2007, peut être interprétée comme un gain d'attractivité de la place financière. Dans le même temps elle s'est accompagnée d'une hausse du volume d'activité.

Le dynamisme, observé au cours des neuf premiers mois de l'année, est également confirmé par l'analyse de la somme moyenne de bilan par banque. La hausse du volume moyen d'activité par banque est ainsi passée de 5 480 millions d'euros en septembre 2006 à 5 740 millions d'euros (+4,7%) en septembre 2007.

L'analyse de la structure des actifs et des passifs des banques luxembourgeoises permet de mettre en évidence la prédominance des activités interbancaires qui représentent près de 50% de la somme de bilans des banques luxembourgeoises. Les créances interbancaires ont affiché une croissance de 2,8% au cours du troisième trimestre de l'année 2007 et de 8,6% sur base annuelle.

Au final, l'encours de créances interbancaires s'élève à 453 342 millions d'euros au 30 septembre 2007, ce qui représente 71,3% de l'ensemble des crédits des banques et 50,0% du total de leurs actifs.

La clientèle non bancaire continue à augmenter son recours aux crédits bancaires; cette hausse a atteint 4,4% sur base

trimestriel et 9,8% sur base annuelle. Leurs encours sont passés de 174 689 millions d'euros en juin 2007 à 182 362 millions d'euros en septembre 2007. Pour les établissements de crédits, cela permet de développer un poste pour lequel les marges sur intérêts sont traditionnellement plus importantes que celles offertes par le marché interbancaire. Cette hausse peut pourtant aussi être la conséquence d'une réintermédiation du crédit à la suite des difficultés observées sur les marchés des titres des créances.

Ajoutons qu'au cours du troisième trimestre 2007 le portefeuille titre était en hausse (1,8% ou 4 325 millions d'euros), passant de 239 063 millions d'euros en fin de deuxième trimestre 2007 à 243 388 millions d'euros au 30 septembre 2007.

Tableau 15 Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2006/09	2007/06	2007/09	2006/09 – 2007/09		2007/06 – 2007/09		2007/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	417 386	440 925	453 342	35 956	8,6	12 417	2,8	50,0
Créances sur la clientèle	166 112	174 689	182 362	16 250	9,8	7 673	4,4	20,1
Portefeuille titres	234 141	239 063	243 388	9 246	3,9	4 325	1,8	26,8
Autres actifs	26 302	26 306	27 800	1 498	5,7	1 495	5,7	3,1
Total de l'actif	843 941	880 982	906 892	62 951	7,5	25 910	2,9	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source: BCL

La prédominance des opérations interbancaires, constatée à l'actif du bilan des banques, peut également être observée au passif, où elles représentent 48,2% de l'encours total et 58,8% de l'encours de dettes. Le refinancement interbancaire était en hausse de 15 583 millions d'euros, soit 3,7% entre juin et septembre 2007. Sur un an, la progression de ce poste a atteint 9,3%, soit 37 024 millions d'euros. Les dépôts de la clientèle non bancaire s'élevaient à 305 701 millions d'euros au 30 septembre 2007, soit une hausse de 2,2% (6 666 millions d'euros) par rapport à la fin du mois de juin 2007. L'essentiel du gain en volume observé au cours du troisième trimestre est dû aux dépôts des autres secteurs, une sous-catégo-

rie des dettes envers la clientèle, tandis que les dépôts des administrations publiques diminuaient de 2 022 millions d'euros au cours de la même période.

De juin 2007 à septembre 2007, les établissements de crédits se sont davantage refinancés par émission de titres de créances que par d'autres formes d'instruments financiers. Sous cette catégorie, leurs encours s'élève à 92 148 millions d'euros au 30 septembre 2007, soit une légère augmentation de 1,0%. Entre septembre 2006 et septembre 2007, le refinancement par émission de titres s'est accru de 4,5% et représentait 10,2% de la somme des bilans en fin de période.

Tableau 16 Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2006/09	2007/06	2007/09	2006/09 – 2007/09		2007/06 – 2007/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	400 024	421 464	437 050	37 026	9,3	15 586	3,7	48,2
Dettes envers la clientèle	290 070	299 024	305 691	15 620	5,4	6 666	2,2	33,7
Dettes représentées par un titre	88 176	91 268	92 148	3 971	4,5	879	1,0	10,2
Autres passifs	65 670	69 225	72 004	6 333	9,6	2 779	4,0	7,9
Total du passif	843 941	880 982	906 892	62 951	7,5	25 910	2,9	100,0

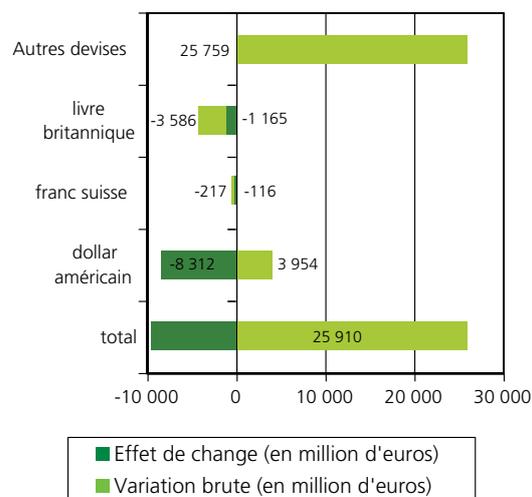
1) Poids relatif par rapport au total des passifs
Source: BCL.

La hausse de la somme de bilan de 25 910 millions d'euros entre le 30 juin 2007 et le 30 septembre 2007 se décompose en une hausse réelle (ou corrigée) de 35 502 millions d'euros et un effet de change négatif de 9 592 millions d'euros. En d'autres termes, la hausse brute serait, sans les effets de change liée à l'évolution des taux de change des principales devises du bilan vis à vis de l'euro, de 9 592 millions d'euros plus élevée. Le dollar américain, qui représente 19,7% des devises du bilan, s'est affaibli de 5,0% sur cette période. Il représente par conséquent 86,7% de l'effet de change total, les autres principales devises du bilan (franc suisse) étant demeurées relativement stables et la livre britannique perdant 3,4% de la valeur contre l'Euro pendant le troisième trimestre sous revue. Les encours en livre britannique et en franc suisse ont diminué en termes nominaux dans le bilan, alors que, dans le même temps, ces devises perdaient en valeur envers l'Euro.

Notons enfin qu'entre le 30 septembre et la fin octobre 2007 la tendance haussière de la somme de bilan peut être confirmée. Par rapport à la fin du troisième trimestre 2007, la somme de bilan des établissements de crédits luxembourgeois était en hausse de 3,3% (30 273 millions d'euros). Sur base annuelle, d'octobre 2006 à octobre 2007, la croissance se chiffre à 10,1%, portant l'encours à 973 165 millions d'euros au 31 octobre 2007.

Graphique 22

Impact du cours de change des principales devises sur la somme de bilan des établissements de crédits (en millions d'euros) entre juin et septembre 2007



Source: BCL.

Les crédits à la clientèle non-bancaire

- Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire s'élevaient à 48 088 millions d'euros au 30 septembre 2007 contre 45 746 millions d'euros fin juin 2007 (+5,1%) et 37 540 millions d'euros en septembre 2006 (+28,1%). Avec un encours total de 15 973 millions d'euros à fin septembre 2007, les ménages représentent 33,2% de

l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois en augmentation de 2,3% par rapport à juin 2007 et de 20,2% sur base annuelle. Dans ce contexte, notons que la majeure partie (83,7%) des crédits aux ménages luxembourgeois se compose de crédits immobiliers. Ces derniers représentent au 30 septembre 2007 13 364 millions d'euros, soit une croissance de 3,0% par rapport à juin 2007 et de 21,8 % (2 392 millions d'euros) par rapport à septembre 2006.

Tableau 17 Crédits aux résidents luxembourgeois (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2006/09	2007/06	2007/09	2006/09 – 2007/09		2007/06 – 2007/09		2007/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 390	1 628	1 605	216	15,5	- 23	-1,4	3,3
Autres intermédiaires financiers	14 393	17 085	19 344	4 951	34,4	2 259	13,2	40,2
Sociétés d'assurances et fonds de pension	238	213	298	60	25,0	85	39,9	0,6
Sociétés non financières	8 233	11 205	10 869	2 635	32,0	- 336	-3,0	22,6
Ménages & ISBLM	13 286	15 616	15 973	2 687	20,2	357	2,3	33,2
Crédits à la consommation	1 157	1 233	1 214	57	4,9	- 19	-1,6	7,6
Crédits immobiliers	10 972	12 976	13 364	2 392	21,8	388	3,0	83,7
Autres crédits	1 157	1 407	1 395	238	20,6	- 12	-0,8	8,7
Total	37 540	45 746	48 088	10 548	28,1	2 342	5,1	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des crédits et poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages
Source: BCL

La demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers a gagné en importance, avec une croissance de 13,2% ou 2 259 millions d'euros entre juin et septembre 2007, pour représenter un poids relatif de 40,2% des encours de ces crédits.

Les encours de crédits immobiliers de la part des ménages luxembourgeois, qui représente la seconde position la plus importante en termes de volume, a atteint un niveau très élevé, qui peut s'expliquer par divers éléments. Tout d'abord, une demande soutenue pour des logements au Luxembourg. Ensuite, une hausse des encours au début de l'année 2007, suite à l'intégration des succursales locales d'un acteur de la place financière.

Au cours des neuf premiers mois de l'année 2007, le volume mensuel moyen des nouveaux crédits immobiliers accordés par les établissements de crédit aux résidents de la zone euro s'est élevé à 202 millions d'euros, contre 182 millions d'euros pour les neuf premiers mois de 2006. Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, on peut supposer que le montant des crédits octroyés à des ménages résidents s'est établi à un niveau record d'environ 191 millions d'euros en moyenne mensuelle durant les neuf premiers mois de 2007.

Les dettes des administrations publiques ont augmenté de manière très limitée, pour atteindre 1 605 millions d'euros fin septembre 2007. La période entre juin et

septembre 2007 affiche une baisse de 1,4%, tandis que sur un an la hausse atteint 15,5%.

En revanche, les sociétés d'assurances et fonds de pension, avec un poids relatif de 0,6%, jouent un rôle mineur dans la demande de crédits et ceci en dépit d'un accroissement de leurs encours (+39,9% sur le troisième trimestre 2007). La faible demande de crédits s'explique par le fait que les sociétés d'assurances financent leurs placements en titres de créance essentiellement par le biais de l'encaissement de primes.

- Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

En premier lieu, les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro se caractérisent par l'importance des opérations réalisées avec des sociétés non financières. Celles-ci étaient en hausse de 4,6% sur base trimestrielle (juin à septembre 2007) et de 13,7% sur base annuelle (septembre 2006 à septembre 2007) pesant pour près de la moitié en poids relatif (51,0%) au 30 septembre 2007.

Le volume des crédits aux autres intermédiaires financiers s'est accru de 1662 millions d'euros par rapport à juin 2007 soit une hausse de 8,7%. Par contre, sur un an, ils se sont réduits de 10,1%, soit 2 326 millions d'euros par rapport à septembre 2006. Leurs encours de crédits auprès des établissements de crédits luxembourgeois atteignent 20 813 millions d'euros à la fin du troisième trimestre.

En ce qui concerne les crédits accordés aux ménages des autres pays membres de la zone euro, on constate que ces derniers ont essentiellement recours à des crédits qui ne sont pas destinés à la consommation ou à l'investissement immobilier mais aux autres crédits. Les crédits aux ménages sont en baisse de 1,3% entre juin et septembre 2007, en raison principalement de la baisse de l'encours des autres crédits. L'importance de ces crédits, qui représentent 91,2% de l'encours total des crédits accordés aux ménages et ISBLM²², s'explique principalement par les investissements de portefeuille des ménages non-résidents. La hausse de la volatilité des indices boursiers pèse également sur la demande de titres financés par emprunts. Ainsi, leurs encours se contractent de 2,1% (224 millions d'euros) sur base trimestrielle et de 6,2% (682 millions d'euros) sur base annuelle pour se situer à 10 392 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2007. On constate que les crédits immobiliers octroyés à des résidents d'autres pays de la zone euro progressent de 5,3% sur une base trimestrielle (juin à septembre 2007), pour se situer à un encours de 790 millions d'euros en septembre 2007. Cet effet s'explique surtout par le niveau des prix immobiliers au Luxembourg, qui incite certains résidents à s'établir dans les pays voisins. Plusieurs établissements de crédits luxembourgeois proposent le financement de ce type de biens non domestiques.

Tableau 18 Crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2006/09	2007/06	2007/09	2006/09 – 2007/09		2007/06 – 2007/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 549	3 405	2 644	-1 905	-41,9	- 761	-22,3	3,5
Autres intermédiaires financiers	23 140	19 151	20 813	-2 326	-10,1	1 662	8,7	27,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 918	1 965	2 176	258	13,4	211	10,7	2,9
Sociétés non financières	33 932	36 884	38 573	4 641	13,7	1 689	4,6	51,0
Ménages & ISBLM	11 872	11 543	11 389	- 482	-4,1	- 153	-1,3	15,1
Crédits à la consommation	150	176	207	58	38,5	31	17,6	1,8
Crédits immobiliers	647	750	790	142	22,0	40	5,3	6,9
Autres crédits	11 075	10 617	10 392	- 682	-6,2	- 224	-2,1	91,2
Total	75 411	72 947	75 595	185	0,2	2 648	3,6	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des crédits et poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages
Source: BCL

22 ISBLM: Institutions sans but lucratif au service des ménages.

- Les crédits aux résidents du reste du monde

Au 30 septembre 2007, le volume de ces crédits était en hausse de 4,8% sur base trimestrielle et affiche une croissance annuelle de 10,4% (5 518 millions d'euros), portant l'encours total des crédits à 58 679 millions d'euros.

Les crédits aux sociétés non financières étaient en hausse de 1,1% entre juin 2007 et septembre 2007 et 21,4% (4 465 millions d'euros) par rapport à septembre 2006.

Les autres intermédiaires financiers ont augmenté leurs encours des crédits auprès des banques luxembourgeoises de 8,0% au cours du troisième trimestre 2007. Néanmoins, sur un an, leurs encours de crédit affichent une croissance de seulement 1,5% (328 millions d'euros).

Les administrations publiques hors zone euro ont augmenté leur recours aux crédits bancaires à raison de 3,0%, soit 129 millions pour le seul troisième trimestre 2007, à 4 418 millions d'euros. Historiquement, le besoin de crédits émanant des administrations publiques hors zone euro reste assez volatile.

Tableau 19 Crédits aux résidents du reste du monde (encours en fin de période)

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2006/09	2007/06	2007/09	2006/09 – 2007/09		2007/06 – 2007/09		2007/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 206	4 290	4 418	212	5,0	129	3,0	7,5
Autres intermédiaires financiers	22 271	20 925	22 599	328	1,5	1 674	8,0	38,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	293	396	905	612	209,2	509	128,7	1,5
Sociétés non financières	20 826	25 026	25 291	4 465	21,4	265	1,1	43,1
Ménages & ISBLM	5 564	5 359	5 465	- 99	-1,8	106	2,0	9,3
Total	53 161	55 995	58 679	5 518	10,4	2 683	4,8	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des crédits.

Source: BCL.

Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 30 septembre 2007, l'encours des dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 305 701 millions d'euros, soit une hausse de 6 677 millions d'euros (2,2%) par rapport au 30 juin 2007. Sur un an, c'est-à-dire entre septembre 2006 et septembre 2007, les dépôts de la clientèle non-bancaire étaient en hausse de 5,4% (15 631 millions d'euros).

- Les dépôts des résidents

L'encours placé auprès des banques luxembourgeoises par la clientèle domestique non-bancaire atteignait 163 969 millions d'euros au 30 septembre 2007, soit 53,6% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Tableau 20 Dépôts de la clientèle résidente luxembourgeois (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2006/09	2007/06	2007/09	2006/09 – 2007/09		2007/06 – 2007/09		2007/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	8 122	8 891	6 355	-1 767	-21,8	-2 536	-28,5	3,9
Secteur financier	105 636	109 839	118 671	13 035	12,3	8 832	8,0	72,4
Autres intermédiaires financiers	101 436	105 406	113 991	12 555	12,4	8 585	8,1	69,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 200	4 433	4 680	480	11,4	247	5,6	2,9
Secteur non financier	32 694	38 264	38 943	6 248	19,1	679	1,8	23,8
Sociétés non financières	15 838	18 636	18 754	2 917	18,4	119	0,6	11,4
Ménages & ISBLM	16 857	19 628	20 189	3 332	19,8	560	2,9	12,3
Total	146 452	156 995	163 969	17 517	12,0	6 975	4,4	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

Source: BCL.

La position principale en termes de poids relatif (72,4%) est le secteur financier non-bancaire, représenté en grande partie par les dépôts des autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) avec un encours de 118 671 millions d'euros en septembre 2007; cette position était en hausse de 8 832 millions d'euros, soit 8,0%, au cours du troisième trimestre 2007. Les OPC luxembourgeois en particulier ont accentué leurs investissements en dépôts auprès des banques sur entre juin et septembre 2007. Sur base annuelle, la croissance atteint 12,3% ou 13 035 millions d'euros. Dans ce contexte, on note que les activités des autres intermédiaires se développent très favorablement grâce à divers facteurs tels que l'évolution positive des marchés boursiers, l'accroissement du nombre des autres intermédiaires et la révision de la législation luxembourgeoise, ce dernier élément étant de nature à favoriser le développement des activités de ce secteur. Le secteur des sociétés d'assurances et fonds de pensions joue un rôle mineur avec un poids relatif de 2,9%. Néanmoins, il a atteint des croissances de 5,6% sur base trimestrielle et de 11,4% sur base annuelle.

Les dépôts du secteur non-financier ont augmenté de 1,8% (679 millions d'euros) entre juin et septembre 2007 pour atteindre un encours de 38 943 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2007. Tandis que les dépôts des sociétés non financières (+0,6%) et ceux des ménages (+2,9%) sont très faiblement en hausse entre juin et septembre 2007, sur base annuelle, ils affichent une croissance beaucoup plus importante avec respectivement 18,4% et 19,8%. Notons que ce résultat est en grande partie dû à un élargissement de la base de données statistique survenu au début de l'année de 2007, suite à l'intégration des succursales locales d'un acteur de la place financière.

Les administrations publiques représentent une partie mineure dans ce bilan avec un poids relatif de 3,9% au 30 septembre 2007. Notons que ces dernières ont retiré une partie importante (-28,5%) de leurs dépôts auprès des banques luxembourgeoises entre juin et septembre 2007.

Au 30 septembre 2007, les résidents luxembourgeois du secteur non-bancaire investissaient leurs dépôts, dont le volume total s'élevait à 163 969 millions d'euros, à raison de 41,3% en dépôts à vue et de 58,7% en dépôts à terme.

- Les dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro

L'encours placé auprès des banques luxembourgeoises par la clientèle des autres pays membres de la zone euro a atteint 76 267 millions d'euros au 30 septembre 2007, soit 24,9% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Le volume de leurs dépôts s'est étoffé sur base trimestrielle, entre juin et septembre 2007, avec un taux de croissance de 4,4%. En revanche, observé sur un an, le volume des encours est resté quasi stable (+0,7%).

La majeure partie des dépôts du secteur non-bancaire provenant des résidents des autres pays membres de la zone euro, concerne le secteur non financier, avec un volume de 50 608 millions d'euros et un poids relatif de 66,4%. Ce poste se répartit tout d'abord en 26 216 millions d'euros pour les dépôts effectués par les sociétés non financières, en hausse de 0,7% (173 millions d'euros) au troisième trimestre 2007; toutefois, observée sur un an, l'évolution de ce poste se traduit par une baisse de 14,3%, dont l'essentiel s'est produit au cours du mois de février 2007. Il se répartit ensuite en 24 392 millions d'euros issus des dépôts des ménages. Ces derniers sont en hausse modérée de 0,6% sur base trimestrielle et de 5,7% sur base annuelle. Depuis l'entrée en vigueur le 1er juillet 2005 de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne les dépôts, les investisseurs placent, en dépit des 15% de retenue à la source, d'avantage de fonds en dépôt auprès des ban-

ques luxembourgeoises. La croissance des dépôts reste néanmoins faible en raison des possibilités alternatives de placements, comme les OPC luxembourgeois qui échappent à la directive précitée, ce qui se reflète dans la forte hausse de l'investissement net en capital dans les OPC luxembourgeois sur les périodes récentes.

Les entités du secteur financier, qui regroupent 32,8% de l'encours total, ont déposé 3 640 millions d'euros supplémentaires entre juin et septembre 2007, soit une hausse de 17,0%. Sur un an, cette amélioration a atteint 3 813 millions (18,0%). Les autres intermédiaires financiers, qui représentent un poids relatif de 24,8%, jouent le rôle le plus important. Ceux-ci ont déposé, dans le sillage de la correction des marchés financiers survenu en début d'été de 2007, 15,6% de dépôts supplémentaires entre le 30 juin et le 30 septembre 2007. Leurs encours s'établissaient à 18 919 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2007. Les sociétés d'assurances et fonds de pension ont également opté pour des investissements bancaires en plaçant 1 091 millions d'euros de dépôts supplémentaires entre juin et septembre 2007, soit une hausse de 21,8%.

Seules les administrations publiques des autres pays membres de la zone euro, dont le poids relatif n'atteint que 0,8%, ont enregistré une chute de leurs dépôts (-54,6%).

Les résidents des autres pays membres de la zone euro répartissent leurs dépôts à raison de 25,5% en dépôts à vue et de 74,5% en dépôts à terme.

Tableau 21 Dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2006/09	2007/06	2007/09	2006/09 – 2007/09		2007/06 – 2007/09		2007/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	857	1 402	636	- 220	-25,7	- 765	-54,6	0,8
Secteur financier	21 209	21 382	25 022	3 813	18,0	3 640	17,0	32,8
Autres intermédiaires financiers	16 058	16 370	18 919	2 861	17,8	2 549	15,6	24,8
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 151	5 012	6 103	952	18,5	1 091	21,8	8,0
Secteur non financier	53 678	50 300	50 608	-3 070	-5,7	308	0,6	66,4
Sociétés non financières	30 592	26 043	26 216	-4 376	-14,3	173	0,7	34,4
Ménages & ISBLM	23 086	24 257	24 392	1 305	5,7	135	0,6	32,0
Total	75 744	73 084	76 267	523	0,7	3 183	4,4	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

Source: BCL.

- Les dépôts des résidents du reste du monde

L'encours placé auprès des banques luxembourgeoises par la clientèle du reste du monde a atteint 65 454 millions d'euros au 30 septembre 2007, soit 21,5% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Les dépôts du secteur financier se composent quasi exclusivement de dépôts en provenance des autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings), dont le poids relatif atteignait 48,8% (31 956 millions d'euros) au 30 septembre 2007. Le tassement observé sur ce poste se chiffre à 4,2% au troisième trimestre 2007 et à 7,9% sur un an. Les retraits effectués par les autres intermédiaires financiers (-5,1% ou 1 641 millions d'euros entre juin et septembre 2007) n'ont pu être compensés par la forte croissance des dépôts des sociétés d'assurance et fonds

de pension, qui a atteint 25,8% au troisième trimestre 2007, en raison d'un encours relativement faible sur ce dernier poste (1 239 millions d'euros en septembre); sur base annuel ce sursaut atteint 40,2%.

Les dépôts des ménages résidents du reste du monde disposaient, au 30 septembre 2007, d'un volume de dépôts de 16 568 millions d'euros. On notera que les dépôts des ménages du reste du monde étaient en léger repli de 0,5% au cours du troisième trimestre de l'année en cours, soit 77 millions d'euros. Les douze derniers mois écoulés, compté à.p.d. septembre 2006, accusent cependant une hausse de 5,8%, soit 908 millions d'euros. Les sociétés non financières ont réduit de 19,4% leurs dépôts (3 307 millions d'euros) auprès des banques luxembourgeoises sur la période allant de juin à septembre 2007.

Tableau 22 Dépôts des résidents des pays du reste du monde (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2006/09	2007/06	2007/09	2006/09 – 2007/09		2007/06 – 2007/09		2007/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 580	1 914	3 194	614	23,8	1 280	66,8	4,9
Secteur financier	34 682	33 342	31 956	-2 727	-7,9	-1 387	-4,2	48,8
Autres intermédiaires financiers	33 799	32 358	30 717	-3 082	-9,1	-1 641	-5,1	46,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	883	985	1 239	355	40,2	254	25,8	1,9
Secteur non financier	30 475	33 689	30 305	-170	-0,6	-3 384	-10,0	46,3
Sociétés non financières	14 815	17 044	13 737	-1 078	-7,3	-3 307	-19,4	21,0
Ménages & ISBLM	15 660	16 645	16 568	908	5,8	-77	-0,5	25,3
Total	67 737	68 946	65 454	-2 283	-3,4	-3 491	-5,1	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des dépôts et sous-ventilation pour les secteurs financiers et non financiers

Source: BCL.

- L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Les perturbations observées sur les marchés financiers à la suite de la crise de l'immobilier américain, la révision à la baisse des projections de croissance aux Etats-Unis et dans l'Union européenne ainsi que la prise en compte d'effets négatifs potentiels pour les grandes économies exportatrices asiatiques ont contribué à la

mise en place d'un environnement moins favorable pour les établissements de crédits luxembourgeois que celui observé au cours des quatre trimestres précédents.

A la fin du 3^e trimestre 2007, le secteur bancaire luxembourgeois a réalisé un résultat avant provisions de 4 648 millions d'euros, en baisse de 376 millions d'euros, soit -7,5% par rapport au 30 septembre 2006.

Tableau 23 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois^{1) 2)}

		2006 / 09	2007 / 09	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	35 235	44 363	25,9	9 128
2	Intérêts bonifiés	31 926	40 518	26,9	8 592
3	Marge sur intérêt (1-2)	3 309	3 845	16,2	536
Revenus nets:					
4	sur réalisation de titres	207	293	41,5	86
5	sur commissions	2 775	3 069	10,6	294
6	sur opérations de change	344	322	-6,4	-22
7	sur divers	1 318	349	-73,5	-969
8	Revenus nets (4+5+6+7)	4 644	4 033	-13,2	-611
9	Produit bancaire (3+8)	7 953	7 878	-0,9	-75
10	Frais de personnel	1 585	1 752	10,5	167
11	Frais d'exploitation	1 146	1 274	11,2	128
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2 731	3 026	10,8	295
13	Impôts divers, taxes et redevances	28	26	-7,1	-2
14	Amortissements sur immobilisé non financier	170	178	4,7	8
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	5 024	4 648	-7,5	-376

1) Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois.

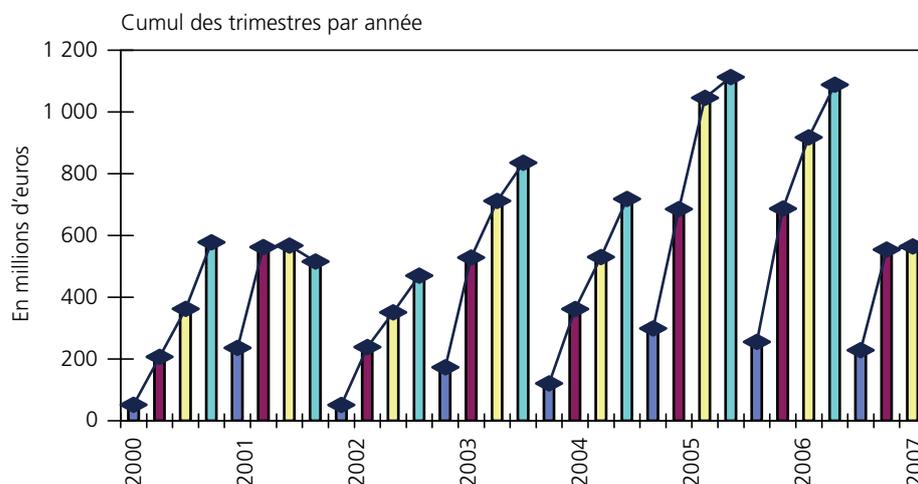
Source: BCL

Au 30 septembre 2007, la marge sur intérêts s'est élevée à 3 845 millions d'euros, en hausse de 16,2%, soit 536 millions, par rapport à fin septembre de l'année précédente. Cette évolution positive, qui traduit une progression des affaires apparaît néanmoins plus faible que celles de 27,1% et 26,1% observées au cours des deux trimestres précédents.

Considérant cette baisse de 10 points de pourcentage dans le contexte de la crise de confiance et de l'assèchement du marché des crédits interbancaires au niveau international, il paraît intéressant de jeter un regard sur l'évolution de la marge sur intérêts sur opérations de crédit interbancaires au Luxembourg.

Graphique 23

Marge sur intérêts sur opérations de crédit interbancaires



Source: BCL

En se basant sur les résultats trimestriels cumulés, la tendance générale, sur le plan annuel, est ascendante du premier au dernier trimestre, à l'exception des années 2001 et 2007. Si l'évolution observée au troisième et au quatrième trimestre 2001 s'explique par une dégradation de l'environnement à la fois financier et géopolitique (en particulier l'éclatement de la bulle spéculative et les attentats du 11 septembre), la stagnation de la marge sur intérêts sur opérations de crédit interbancaires cumulée des banques luxembourgeoises au troisième trimestre 2007 semble directement liée aux effets internationaux de la crise de l'immobilier américain. En chiffre, la marge sur les opérations interbancaires, qui était passée de 228 millions d'euros à 554 millions d'euros entre les premier et second trimestres 2007, n'a progressé que de 11 millions d'euros au troisième. A l'instar des banques d'autres centres financiers, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, les banques de la place financière luxembourgeoise semblent donc agir prudemment sur le marché des crédits interbancaires et attendre le développement de la situation sur les marchés financiers ainsi que la publication des résultats trimestriels de leurs partenaires commerciaux potentiels. Il est également intéressant de constater qu'en 2001, aussi bien qu'en 2007, la Réserve fédérale américaine (FED) ainsi que l'Eurosystème avaient approvisionnées les marchés financiers avec suffisamment de liquidités pour éviter qu'une crise de confiance généralisée ne se transforme en crise systémique.

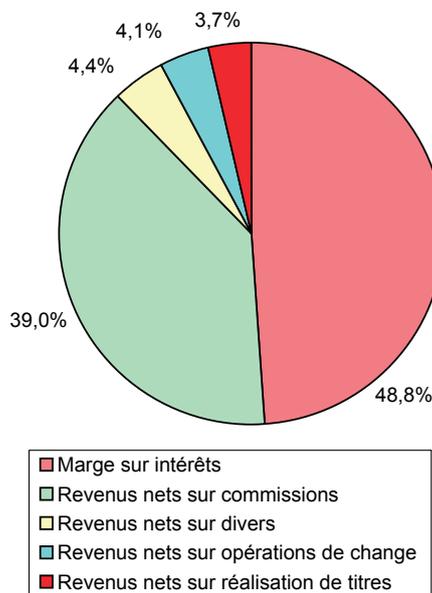
Les revenus sur valeurs mobilières à revenu variable ont augmenté de 34% entre septembre 2006 et septembre 2007; ils représentent, avec 917 millions d'euros, une part relative de 23,9% de la marge sur intérêts, par rapport à 13,7% une année plus tôt.

Par ailleurs, le relèvement des taux directeurs de l'Eurosystème de 100 points de base depuis fin septembre 2006 a sans doute contribué à la variation relative de 26%, voire de 27% des intérêts perçus ou bonifiés.

Porté par cette évolution favorable, le poids relatif de la marge sur intérêts par rapport aux autres composantes des revenus bancaires est passé de 41,6% fin septembre 2006 à 48,8% au 30 septembre 2007.

Graphique 24

Poids relatif des principales composantes des revenus bancaires au troisième trimestre 2007



Source: BCL

A la fin du troisième trimestre 2007, les revenus nets des établissements de crédits luxembourgeois ont atteint 4 033 millions d'euros, soit une baisse de 611 millions d'euros en termes absolus ou de -13,2% par rapport au 30 septembre 2006. L'analyse des différentes composantes de ces revenus révèle que les revenus nets sur divers, en baisse de -73,5%, sont à l'origine de cette évolution négative.

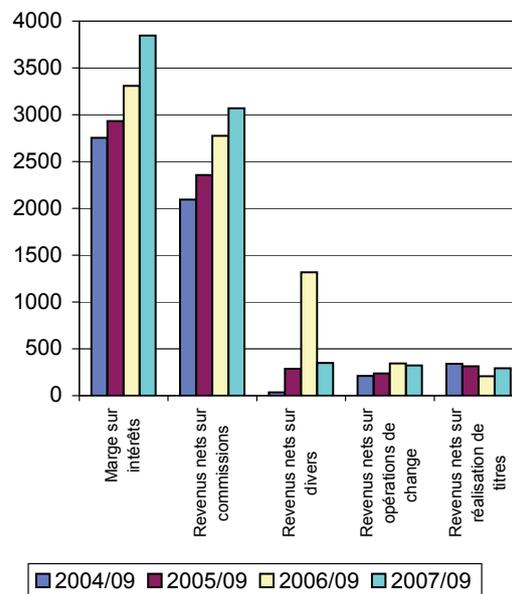
Les établissements de crédits de la place financière luxembourgeoise ont rapportés des revenus nets sur divers en baisse de 969 millions d'euros au 30 septembre 2007. Avec une valeur de 1 318 millions d'euros, ces revenus avaient été exceptionnellement élevés fin septembre 2006 en raison de produits exceptionnels à caractère non récurrent réalisés par deux banques de la place, pour environ 904 millions d'euros. Le poids relatif des revenus nets sur divers par rapport aux autres composantes des revenus bancaires a donc fondu, passant de 17% à 4,4%, en comparaison annuelle.

Les revenus nets sur commissions ont progressé de 10,6%, soit 294 millions d'euros, sur la période considérée pour atteindre un montant de 3 069 millions d'euros fin septembre 2007. Cette catégorie de revenus issus en particulier d'opérations de gestion, de prise ferme pour une clientèle privée et surtout institutionnelle, continue à évoluer sur de hauts niveaux d'un point de vue historique. Il importe cependant de souligner que ce résultat est dû aux excellents résultats enregistrés au cours des deux premiers trimestres de l'année en cours; ces derniers font suite à des conditions favorables sur les marchés financiers ainsi qu'à une hausse continue de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, sur base de laquelle sont déterminés les commissions que ces derniers doivent verser aux banques. Si au deuxième trimestre 2007 la barre des 2 000 milliards d'euros en termes d'actifs nets gérés a pu être franchie et qu'une augmentation de 11% du patrimoine global net sur la période allant du 31 décembre 2006 au 30 juin 2007 a pu être constatée, portant ces actifs à 2 047 milliards d'euros, il importe de noter qu'à la fin du troisième trimestre 2007, la VNI des OPC s'est élevée à 2 059 milliards d'euros, soit une progression de seulement 0,6%. En termes relatifs, la comparaison trimestrielle des résultats décumulés de juin et septembre 2007 révèle un recul de -1% de cette catégorie de revenus. Le poids relatif des revenus nets sur commission par rapport aux autres composantes des revenus bancaires a augmenté de quatre points de pourcentage à 39%.

Tandis que les revenus nets sur opérations de change ont affiché un recul de 6,4%, pour s'élever à 322 millions d'euros, les revenus nets sur réalisations de titres ont pour leur part affiché une belle performance avec une progression de 41,5%; ces derniers ont atteint un niveau de 293 millions d'euros à la fin du troisième trimestre 2007. Le poids relatif de ces catégories de revenus par rapport aux autres composantes des revenus bancaires n'a guère changé avec 4,1% pour les revenus nets sur opérations de change (4% fin septembre 2006) et 3,7% pour les revenus nets sur réalisations de titres (3% après 9 mois en 2006).

Graphique 25

Evolution des principales composantes des revenus bancaires sur la période 2004-2007



Source: BCL

Sur la période considérée, de septembre 2006 à septembre 2007, le produit bancaire, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, s'est stabilisé à 7 878 millions d'euros, en légère régression de 0,9%. Grâce à l'excédent de la marge sur intérêts, la baisse des revenus nets a pu être pratiquement compensée. Faisant abstraction des produits exceptionnels susmentionnés pour l'exercice 2006, les revenus nets ont augmenté de 8% à 4 033 millions, tandis que le produit bancaire progressait de 12%. Si le produit bancaire progresse ainsi, cette progression est imputable aux excellents premiers et deuxième trimestres et reflète donc le fruit du passé.

L'effectif des établissements de crédit a évolué parallèlement à la croissance de la place financière. La création nette de 1 473 emplois, l'arrivée à échéance d'une tranche indiciaire en août, payée depuis décembre 2006 (+2,5%), ainsi que d'autres formes barémiques ou de primes sont à la base d'une hausse des frais de personnel de 10,5% sur une année. Les autres frais d'exploitation ont également évolué à la hausse (+11,2%). Au total, les frais généraux administratifs (frais de personnel et autres frais d'exploitation) augmentent de 295 millions d'euros, soit 10,8%,

s'établissaient à 3 026 millions d'euros au 30 septembre 2007, contre 2 731 millions d'euros un an plus tôt.

Cette évolution se répercute sur le ratio coûts sur revenus, indicateur de la rentabilité opérationnelle, qui se détériore en passant de 34,3% au troisième trimestre 2006 à 38,4% sur la même période en 2007. La neutralisation du résultat exceptionnel en septembre 2006 se traduit toutefois par une légère amélioration de la rentabilité opérationnelle du secteur bancaire qui passe de 38,7% au 30 septembre 2006 à 38,4% au 30 septembre 2007.

Reste encore à évoquer une diminution des impôts divers de 7,1%, soit 2 millions d'euros, sur les 9 mois échus de l'an 2007, ainsi qu'un léger accroissement de 4,7%, à 178 millions d'euros, des amortissements sur actifs immobiliers non-financiers.

Si le produit bancaire du troisième trimestre 2007 a pratiquement atteint son niveau du troisième trimestre 2006, l'impact de la croissance des frais généraux administratifs détériore le résultat brut avant provisions qui recule de 7,5% ou 376 millions d'euros. Abstraction faite des éléments exceptionnels non récurrents en 2006, les établissements de crédits ont pourtant réalisé,

au cours des neufs premiers mois de 2007, un résultat brut avant provisions de 4 648 millions d'euros, en hausse de 12,8%, soit, 528 millions d'euros par rapport au troisième trimestre de l'année précédente, hausse qui est cependant, comme mentionné ci-dessus, le fruit d'un passé révolu.

La présentation du compte de profits et pertes agrégé, mais sur base décumulée, en cours d'année 2007 des établissements de crédit luxembourgeois, permet, mieux que la présentation sur base cumulée, de visualiser l'évolution récente des résultats. Alors que le résultat brut avant provisions du second trimestre 2007 a été pratiquement aussi bon que celui du trimestre précédent, toutes les catégories de revenus bancaires ont été en recul au troisième trimestre. Ainsi, sous l'effet des frais généraux administratifs et des amortissements sur actifs immobiliers non-financiers en hausse, les résultats avant provisions ont enregistré une baisse de 476 millions d'euros, soit 28% en comparaison trimestrielle. L'impact de la crise de l'immobilier américain sur les marchés financiers internationaux n'a donc pas épargné la place financière du Luxembourg et influencera sans doute les résultats du quatrième trimestre 2007.

Tableau 24 Compte de profits et pertes agrégé – décumulé – en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois^{1) 2)}

Rubrique des débits et des crédits		2007 / 03	2007 / 06	2007 / 09	Variation du 1 ^{er} au 2 ^e trimestre en pourcent	Variation en termes brutes	Variation du 2 ^e au 3 ^e trimestre en pourcent	Variation en termes brutes
1	Intérêts et dividendes perçus	15 208	13 800	15 355	-9,3	-1 408	11,3	1 555
2	Intérêts bonifiés	13 839	12 425	14 254	-10,2	-1 414	14,7	1 829
3	Marge sur intérêt (1-2)	1 369	1 375	1 101	0,4	6	-19,9	-274
Revenus nets:								
4	sur réalisation de titres	59	134	100	127,1	75	-25,4	-34
5	sur commissions	1 079	1 002	988	-7,1	-77	-1,4	-14
6	sur opérations de change	135	102	85	-24,4	-33	-16,7	-17
7	sur divers	189	128	32	-32,3	-61	-75,0	-96
8	Revenus nets (4+5+6+7)	1 462	1 366	1 205	-6,6	-96	-11,8	-161
9	Produit bancaire (3+8)	2 831	2 741	2 306	-3,2	-90	-15,9	-435
10	Frais de personnel	606	565	581	-6,8	-41	2,8	16
11	Frais d'exploitation	434	410	430	-5,5	-24	4,9	20
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 040	975	1 011	-6,3	-65	3,7	36
13	Impôts divers, taxes et redevances	10	8	8	-20,0	-2	0,0	0
14	Amortissements sur immobilisé non financier	61	56	61	-8,2	-5	8,9	5
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	1 720	1 702	1 226	-1,0	-18	-28,0	-476

1) Les montants sont exprimés en millions d'euros; données brutes; en fin de période. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois.

Source: BCL

1.2.8.3 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande.

Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en «pourcentages nets» dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire: pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement; pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse.

Les résultats les plus récents datent du troisième trimestre 2007; cette enquête comprenait également plusieurs questions supplémentaires afin de permettre à

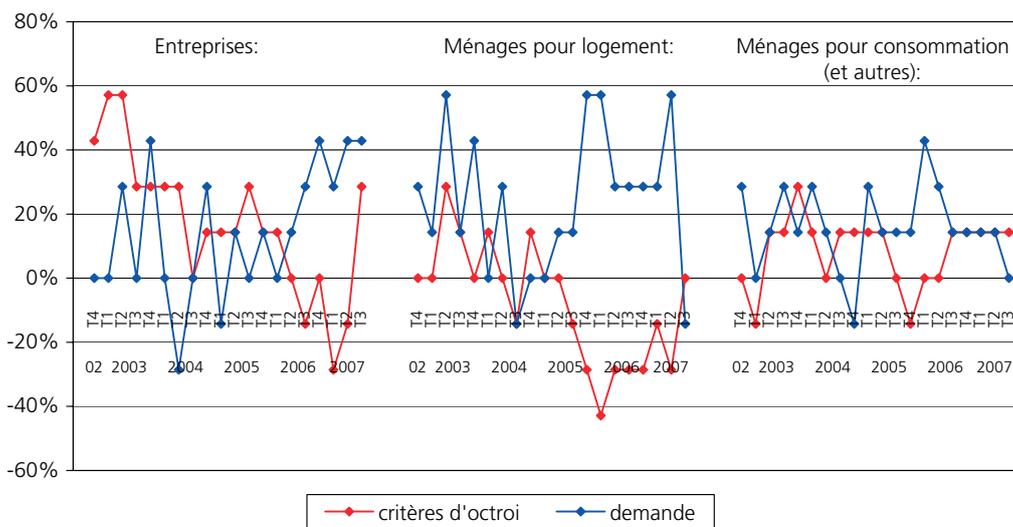
l'Eurosystème d'évaluer l'incidence des perturbations des marchés du crédit sur les critères d'octroi et sur l'accès au financement des banques.

Les résultats de l'échantillon luxembourgeois se différencient légèrement de ceux de la zone euro. Alors qu'au Luxembourg l'évolution récente des critères d'octroi aux entreprises est similaire à celle des critères d'attribution au niveau de la zone euro, l'enquête fait apparaître des résultats divergents en ce qui concerne l'évolution des critères aux ménages. Les perturbations des marchés du crédit se sont surtout répercutées sur les critères d'octroi appliqués aux crédits aux grandes entreprises. Du côté de la demande, on note une évolution parallèle au Luxembourg et dans la zone euro pour ce qui est des prêts pour consommation (et autres) uniquement. Quant à l'impact des perturbations des marchés du crédit sur l'accès au financement, on constate que les banques ont signalé des difficultés à lever des fonds au Luxembourg tout comme au niveau de la zone euro dans son ensemble; les détails sont repris ci-dessous.

Pour les résultats de l'échantillon luxembourgeois dérivés des questions régulières de l'enquête, le graphique présente l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs.

Graphique 26

Evolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg, pourcentages nets



Source: BCL

Entreprises: Au troisième trimestre de l'année en cours, les banques ont signalé que les critères d'octroi aux entreprises se sont durcis, en ligne avec les résultats obtenus au niveau de la zone euro. Dans les deux échantillons, ce résultat fait suite à un assouplissement net enregistré au trimestre précédent. Plusieurs éléments sont à l'origine du revirement au Luxembourg. En ce qui concerne les éléments explicatifs habituels, c'est-à-dire ceux qui figurent régulièrement dans l'enquête, on note que les coûts liés aux fonds propres, la capacité d'accéder aux financements du marché et les perceptions de risque liés aux perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises ont été cités comme ayant contribué à un durcissement des critères d'octroi. Il convient aussi de noter qu'au trimestre précédent, les perceptions de risque découlant des prévisions concernant l'activité économique générale avaient fortement contribué à un assouplissement net des critères de décision, alors qu'au troisième trimestre leur incidence sur les critères d'octroi fut nulle. Outre éléments explicatifs habituels, les questions supplémentaires relatives à l'incidence des perturbations des marchés du crédit sur les critères d'octroi ont fait ressortir qu'au cours du troisième trimestre les turbulences de marché ont contribué au durcissement net des critères d'octroi des crédits appliqués aux grandes entreprises, alors qu'aucun impact n'a été signalé pour ce qui est des PME. Une des questions supplémentaires demanda aux banques de faire une distinction en fonction de l'objet du prêt; les résultats indiquent que les pourcentages nets sont particulièrement élevés pour les fusions-acquisitions et restructurations d'entreprises (à +43% soit l'équivalent de trois banques), suivi de la formation brute de capital fixe (+29%) et finalement des stocks et besoins en fonds de roulement (+14%). Pour le quatrième trimestre, les banques ont signalé qu'elles anticipent que les perturbations des marchés du crédit vont contribuer à un durcissement des critères d'octroi, notamment pour ce qui est des crédits accordés aux grandes entreprises.

Les sept banques de l'échantillon ont aussi signalé un durcissement net de toutes les conditions d'octroi; les pourcentages nets relatifs à la marge sur les prêts plus risqués sont cependant particulièrement élevés, à +43%.

L'orientation globale de la demande nette des entreprises enregistrée au Luxembourg est restée au même niveau qu'au trimestre précédent, alors que dans la zone euro elle a chuté par rapport au trimestre précédent tout en demeurant légèrement positive. L'enquête de septembre indique que les principaux éléments ayant contribué à une hausse de la demande nette au Luxembourg continuent à être essentiellement liés à un

besoin de financement accru des entreprises, notamment aux investissements en capital fixe ainsi qu'à la gestion de stocks/aux fonds de roulement. Si les fusions, acquisitions et restructurations d'entreprises, ainsi que la restructuration de dettes, ont dans le passé été citées comme ayant contribué à une hausse de la demande, les résultats de la dernière enquête indiquent que cet élément a en fait contribué à une baisse au troisième trimestre. Les banques anticipent que la demande nette demeure positive au dernier trimestre.

Ménages pour habitat: Les résultats de l'enquête de septembre indiquent qu'au niveau de la zone euro, les pourcentages nets relatifs aux critères d'attribution appliqués aux crédits immobiliers sont passés de -1% à +12%. Au Luxembourg, les critères d'octroi sont cependant restés inchangés au troisième trimestre; ce développement fait suite à un assouplissement net de -29% enregistré entre avril et juin. Si la concurrence bancaire a été citée comme ayant contribué à un assouplissement des critères de décision, une banque a signalé que les perturbations des marchés du crédit auraient contribué à un durcissement des critères. Les résultats nets indiquent que les sept banques prévoient un durcissement des critères d'attribution pour le quatrième trimestre, notamment en raison des perturbations des marchés du crédit.

Les banques ont toutefois signalé un assouplissement net de la marge sur les prêts plus risqués, et surtout de la marge sur le montant moyen des prêts.

Dans la zone euro, la demande nette pour les crédits à l'habitat est restée négative. Au Luxembourg, elle a chuté par rapport au deuxième trimestre, passant de +57% à -14%; un besoin de financement moins élevé lié aux perspectives sur le marché du logement serait à l'origine de cette évolution. Un recours plus important aux prêts d'autres banques aurait également contribué à une baisse de la demande. Les résultats nets indiquent que la demande nette devrait être positive au dernier trimestre.

Ménages pour consommation (et autres): Les banques ont rapporté un durcissement net des critères d'attribution relatifs aux crédits à la consommation (et autres), au niveau de la zone euro tout comme au niveau national. Au Luxembourg, on note qu'une amélioration de la capacité de remboursement des emprunteurs a contribué à un assouplissement des critères, alors que les risques relatifs aux garanties requises ont contrebalancé l'impact de cet élément. Une banque a d'ailleurs signalé que les perturbations des marchés du crédit ont contribué à un durcissement des critères. Un durcissement net des critères d'octroi est prévu pour le trimestre prochain, suite aux perturbations des marchés du crédit.

S'agissant des conditions d'octroi, le durcissement net des critères d'attribution s'est traduit sur les demandes de garantie.

Si dans la zone euro dans son ensemble une faible hausse de la demande nette a été signalée pour les crédits à la consommation (et autres), les pourcentages nets sont passés de +14% à 0% au Luxembourg; pour le dernier trimestre, les banques de l'échantillon luxembourgeois anticipent une hausse de la demande nette.

Questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations des marchés du crédit sur l'accès au financement des banques: Outre les questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations des marchés du crédit sur les critères d'octroi, l'enquête de septembre comprenait trois questions relatives à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement des banques.

Trois banques ont estimé avoir rencontré des difficultés pour lever des fonds sur le marché monétaire à *très court terme* (durée inférieure ou égale à une semaine) entre juillet et septembre, alors que deux banques ont déclaré qu'elles n'ont rencontré aucune difficulté (deux banques ont coché «non-applicable», indiquant qu'elles n'ont pas recours à cette source de financement). Quant au marché monétaire à *court terme* (durée supérieure à une semaine), deux banques uniquement ont signalé qu'elles ont rencontré des difficultés à lever des fonds, alors que trois banques n'ont eu aucune difficulté.

Concernant le financement par le biais de titres de créance, une seule banque a indiqué qu'elle a rencontré des difficultés à lever des fonds par l'intermédiaire de titres de créance à court terme, alors que quatre banques n'ont eu aucune difficulté. S'agissant des titres de créance à moyen et long termes, deux banques ont signalé avoir rencontré des problèmes de financement, comparé à trois banques qui n'ont rencontré aucune difficulté. Finalement, pour ce qui est de la titrisation, on constate que cette source de financement n'est pas très répandue au Luxembourg.

Les banques qui ont eu des difficultés à lever des fonds sur certains marchés ont d'ailleurs estimé que ces difficultés vont persister au dernier trimestre. En effet, les résultats relatifs au quatrième trimestre sont pratiquement les mêmes que ceux du troisième trimestre, à l'exception des questions qui se rapportent à l'accès au financement par l'intermédiaire du marché monétaire à très court terme (deux banques anticipent des difficultés à lever des fonds au cours du dernier trimestre sur ce marché, par rapport à trois banques qui ont rencontré des difficultés au cours du troisième trimestre).

A titre de comparaison, les banques de la zone euro dans son ensemble ont surtout rencontré des difficultés à lever des fonds par le biais de titres de créance, notamment pour ce qui est des titres de créance à moyen et long termes, mais aussi sur le marché monétaire à court terme. Beaucoup de banques ont cependant signalé qu'elles ont également eu des difficultés à lever des fonds par l'intermédiaire de la titrisation. Les résultats indiquent que beaucoup de banques de la zone euro s'attendent à ce que ces difficultés subsistent au dernier trimestre.

La deuxième question sur l'accès au financement a demandé aux banques d'évaluer si les problèmes de financement qu'elles anticipent, le cas échéant, pour le quatrième trimestre auront un impact sur les montants de leurs prêts, ainsi que sur leur marge. On constate que toutes les banques qui anticipent des difficultés à lever des fonds estiment que cela aura un impact tant sur le montant des prêts ainsi que sur la marge (deux banques au total).

Dans la zone euro dans son ensemble, environ 40% des banques ont signalé que les difficultés qu'elles anticipent pour le quatrième trimestre, le cas échéant, se traduiront sur les montants qu'elles sont disposés à prêter; entre 39% et 53% ont signalé que ces difficultés auront une incidence sur la marge qu'elles appliquent aux prêts.

Finalement, la dernière question supplémentaire demanda aux banques d'évaluer à quel point les perturbations des marchés du crédit auront une incidence sur leurs fonds propres et sur leur volonté de consentir des prêts. Quatre banques de l'échantillon luxembourgeois ont indiqué qu'elles n'anticipent aucune incidence sur les fonds propres; deux banques ont indiqué qu'elles anticipent une incidence sur leurs fonds propres ainsi que sur leur volonté de consentir des prêts.

Les résultats de la zone euro indiquent qu'environ un tiers des banques s'attendent à ce que les perturbations des marchés du crédit n'aient aucune incidence ni sur leurs fonds propres, ni sur leur volonté de consentir des prêts.

1.2.8.4 Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)

Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises ont nettement progressé au cours des trois premiers trimestres de l'année 2007. Cette dynamique a pris place dans un contexte assez particulier. Ainsi, après une période de resserrements monétaires, entamée en décembre 2005, et qui a conduit le taux de refinancement de la BCE de 2,00% à 4,00%, le troisième trimestre 2007 a été marqué par une nette déformation de la courbe des taux. Cela s'est traduit en particulier par un déficit de liquidité sur la partie à

trois mois et par une hausse de la prime de risque sur la partie à long terme. L'influence de cette situation varie suivant la catégorie de taux.

Le coût des crédits immobiliers à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, s'est renchéri au cours de l'année 2007. Il atteint 4,91% au 30 septembre 2007, contre 4,51% en décembre 2006, soit une progression de 40 points de base. Toutefois, l'essentiel de cette hausse s'est produit au troisième trimestre, c'est à dire entre juin (4,69%) et septembre (+22 points de base). Cette progression demeure inférieure à celle du taux de refinancement de l'Eurosystème qui a atteint 50 points de base entre décembre 2006 et septembre 2007. Par ailleurs, malgré un accès de faiblesse temporaire en août, le volume mensuel de nouveaux contrats immobiliers conserve un niveau élevé, à 168 millions d'euros en septembre 2007.

La fin du troisième trimestre 2007 a également été marquée par une nette progression du coût de crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans; celui-ci est passé de 5,84% en juillet 2007 à 6,02% en août 2007 pour atteindre 6,26% en septembre 2007. Considérée depuis décembre 2006 (5,82%), cette progression atteint 43 points de base.

Le coût des autres crédits à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a également fortement progressé au cours de l'année 2007, passant de 4,63% en décembre 2006 à 5,53% en septembre 2007, soit 90 points de base supplémentaires. Une progression assez forte du coût de ces crédits entre décembre 2005 et décembre 2006 (+96 points de base) a déjà pu être observée. Coté volumes, nous observons un très léger tassement puisque la moyenne mensuelle de nouveaux contrats était de 1 696 millions d'euros en 2006, tandis qu'elle atteignait 1 563 millions d'euros sur base des trois premiers trimestres 2007.

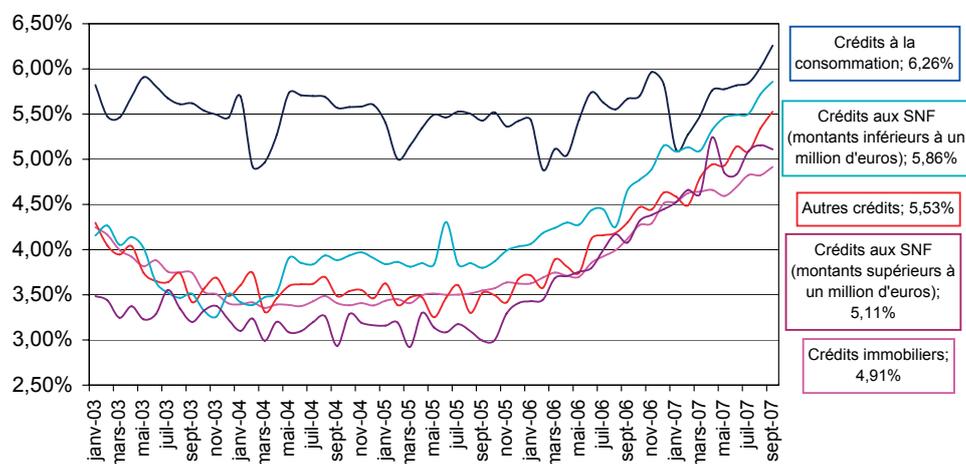
Au cours des neuf premiers mois de l'année 2007, le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF),

à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a progressé de 71 points de base pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros et de 66 points de base pour la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros. Ceux-ci atteignent respectivement 5,86% et 5,11% en septembre 2007 contre 5,15% et 4,45% en décembre 2006. L'évolution des taux débiteurs offerts aux SNF, qu'il s'agisse des montants inférieurs ou supérieurs à un million d'euros, est assez erratique en raison de la mise en place occasionnelle de contrats de tailles importantes qui influencent le taux moyen. Toutefois la progression du coût des crédits d'un montant inférieur à un million d'euros se concentre sur la fin du trimestre (+36 points de base entre juillet et septembre) tandis que celle des contrats d'un montant supérieur à un million d'euros était déjà acquise en juillet 2007 (+26 points de base entre juin et juillet).

Il ressort de cette revue de détail de l'évolution des taux débiteur des banques luxembourgeoises qu'il est possible d'identifier deux situations distinctes: celle des crédits à la consommation et des crédits immobiliers d'une part, et celle des autres crédits et des crédits aux SNF d'autre part. Dans la première situation, la progression du taux débiteur est inférieure à celle du taux de refinancement de l'Eurosystème (d'une dizaine de points de base environ); dans la seconde cette progression est supérieure à celle du taux de l'Eurosystème. En ce qui concerne les crédits aux SNF, la crise de liquidité, qui a impacté le niveau de l'Euribor 3 mois, a joué un rôle important dans la mesure où les taux de ce type de contrats sont généralement indexés sur cette référence de marché. Pour la catégorie des autres crédits, le canal de transmission est plus difficile à cerner. Certes le niveau des taux à trois mois a eu un rôle, mais en raison de la situation très incertaine sur les marchés financiers et boursiers, les banques ont exigé des primes de risque plus élevées. Ce phénomène est d'autant plus vraisemblable que ce type de contrats est destiné majoritairement à des ménages non résidents en vue de réaliser des investissements financiers.

Graphique 27

Evolution des taux débiteurs des banques luxembourgeoises sur la période janvier 2003 à septembre 2007



Source: BCL

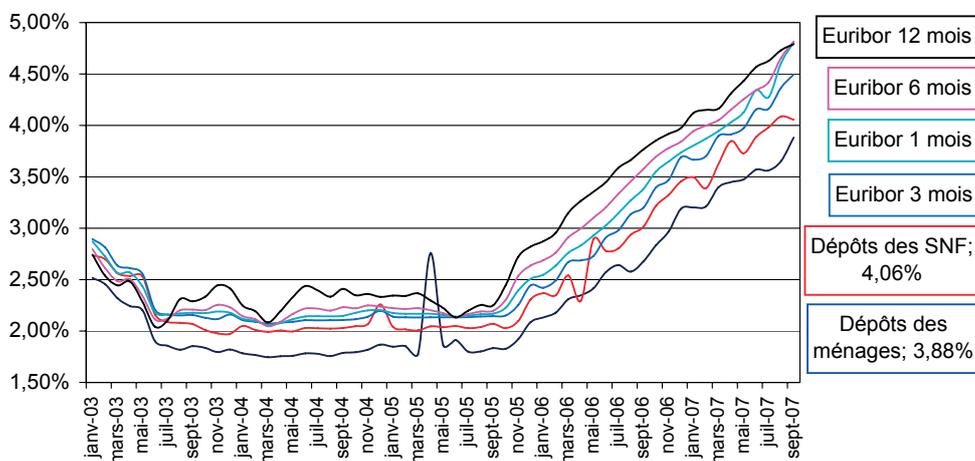
Par ailleurs, la progression de la rémunération des dépôts sur les trois premiers trimestres de l'année 2007 a été légèrement plus élevée pour les ménages (+69 points de base) qu'elle ne l'a été pour les SNF (+60 points de base); les rémunérations respectives des dépôts de ces deux catégories atteignent 3,88% et 4,08% au 30 septembre 2007. Ces augmentations sont supérieures à celle du taux de refinancement de l'Eurosystème mais restent nettement inférieures celles des différents segments de taux à court terme du marché interbancaire (les taux à un, trois, six et 12 mois ont connus des hausses respectives de 80, 107,

98 et 81 points de base sur la période allant de décembre 2006 à septembre 2007).

Il faut par ailleurs souligner que des opérations ponctuelles, visant des clientèles ciblées, portant sur des montants très importants et émanant d'un nombre limité de banques, peuvent créer des ruptures dans les séries historiques de taux créditeurs. Un tel phénomène est observable sur les dépôts à terme des ménages, où la rémunération moyenne s'élève à 2,76% pour le mois d'avril 2005, ce qui est largement supérieur à la moyenne de cette série.

Graphique 28

Evolution des taux créditeurs des banques luxembourgeoises sur la période janvier 2003 à septembre 2007



Source: BCL

1.2.8.5 Les organismes de placement collectif

Les organismes de placement collectif luxembourgeois ont connu des fortunes contrastées au cours des neuf premiers mois de l'année 2007.

Le premier semestre de l'année en cours a été marqué par un environnement macroéconomique favorable dans les principales économies mondiales ainsi que dans les pays émergents. Ces conditions ont favorisé un développement boursier propice dont le secteur des organismes de placement collectif a su profiter au cours de cette période. L'industrie luxembourgeoise des organismes de placement collectif a donc poursuivi son développement sur le rythme de croissance soutenu, observé au cours des deux années précédentes.

La prospérité dont le secteur a témoigné au cours de cette période s'est reflétée tant au niveau du patrimoine global net sous gestion qu'au niveau du nombre de fonds domiciliés au Luxembourg. De plus, les afflux importants de capitaux au cours des six premiers mois de l'année ont confirmé la confiance des investisseurs internationaux, tant institutionnels que privés, dans la compétence et la compétitivité de la place financière luxembourgeoise en matière de gestion et d'administration de fonds d'investissement.

Le troisième trimestre de l'année en cours, quant à lui, a été nettement marqué par les problèmes survenus sur le marché hypothécaire américain. Les répercussions de la crise de l'immobilier américain ont également affecté certains organismes de placement collectif luxembourgeois conduisant ainsi à un essoufflement du dynamis-

me observé au cours du premier semestre de l'année. Ainsi, au cours du troisième trimestre de l'année 2007, la valeur nette d'inventaire s'est simplement stabilisée à un niveau élevé alors que l'apport net en capital s'est limité à 23 330 millions d'euros.

- L'évolution en nombre

La création nette d'OPC luxembourgeois s'est poursuivie à un rythme élevé au cours des neuf premiers mois de l'année 2007 pour se chiffrer à 263 unités, contre 110 au cours de la même période de l'année précédente.

Au 30 septembre 2007, la liste officielle des OPC comptait 2 501 unités. Parmi celles-ci, 1 543 ont été constituées avec une structure à compartiments multiples, ce qui représente au total 9 457 compartiments, tandis que 958 unités ont opté pour une structure classique.

Dans ce contexte, on notera que la crise de l'immobilier américain n'a, à ce stade, pas eu de répercussions sur la création nette d'OPC au Luxembourg; en effet, les mois d'août et de septembre 2007 se sont caractérisés par respectivement 53 et 41 créations nettes d'unités.

- L'évolution de la valeur nette d'inventaire

Le patrimoine global net des organismes de placement collectif a dépassé le niveau historique de 2 000 milliards d'euros en mai 2007.

Au 30 septembre 2007, il s'est élevé à 2 059 144 millions d'euros, contre 1 844 850 millions d'euros au 31 décembre 2006, ce qui représente un taux de croissance de 11,6%.

**Tableau 25 Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif
(en millions d'euros, encours en fin de période)**

Année / mois	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾²⁾	Variation des marchés financiers ^{2),3)}	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0
2007							
jan	2 260	9 563	1 895 810	30 749	20 211	312 566	19,7
fév	2 278	9 637	1 908 707	29 083	-16 186	270 601	16,5
mars	2 248	9 680	1 927 360	6 378	12 275	252 100	15,0
avril	2 276	9 793	1 966 996	22 233	17 403	264 757	15,6
mai	2 302	9 900	2 024 662	21 578	36 088	366 985	22,1
juin	2 352	10 042	2 047 022	20 598	1 762	394 896	23,9
juil	2 407	10 194	2 052 977	23 771	-17 816	373 459	22,2
août	2 460	10 336	2 035 294	166	-17 849	327 888	19,2
sep	2 501	10 415	2 059 144	-607	24 457	326 114	18,8

1) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

2) Montants cumulés par année/trimestre.

3) Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Source: CSSF

La variation annuelle en termes bruts des actifs nets des OPC, entre fin septembre 2006 et fin septembre 2007, s'élève à 326 114 millions d'euros, soit une progression de 18,8%. L'accroissement de la valeur nette d'inventaire, observé au cours des douze derniers mois, s'explique d'une part par un afflux net de capital de 208 856 millions d'euros, qui représente 64% de la hausse de la VNI et, d'autre part, par une évolution favorable des marchés financiers pour un montant total de 117 258 millions d'euros.

Au cours des neuf premiers mois de l'année en cours, l'apport net en capital s'est élevé à 153 949 millions d'euros, en recul de 17,4% par rapport aux neuf premiers mois de l'année 2006, où l'investissement net en capital s'élevait à 186 437 millions d'euros. L'analyse de l'évolution de l'apport net en capital au cours des neuf premiers mois des deux dernières années permet plusieurs constats.

D'une part, il importe de mentionner que l'apport net en capital sur les neuf premiers mois de l'année 2007 résulte essentiellement de l'apport des sept premiers mois qui s'élève à 154 390 millions d'euros. Les mois

d'août et de septembre, quant à eux, témoignent respectivement d'un apport net en capital de 166 millions d'euros et d'un retrait net de capital de 607 millions d'euros.

D'autre part, on notera que l'année 2006 s'est caractérisé également par une évolution contrastée de l'apport net en capital. En effet, en juin 2006 les investisseurs ont procédé à un retrait net de 1 994 millions d'euros alors que les mois d'août et de septembre étaient marqués par un apport en capital nettement en dessous de la moyenne mensuelle observée en 2006.

Parallèlement à l'évolution de l'apport net en capital, on notera que l'impact de la variation des marchés financiers sur la valeur nette d'inventaire a été négatif au cours des mois de juillet et d'août 2007. En effet, la variation des marchés financiers a engendré une baisse de la valeur nette d'inventaire de respectivement 17 816 et 17 849 millions d'euros au cours des deux mois précités. Alors qu'en juillet l'impact négatif des marchés financiers a été contrebalancé par un apport net en capital de 23 771 millions d'euros, il explique la quasi-totalité de la diminution de la valeur nette d'in-

ventaire au mois d'août 2007. Finalement, en septembre les marchés financiers ont contribué à la hausse de la valeur nette d'inventaire à concurrence de 24 457 millions d'euros, contrebalançant ainsi le retrait net en capital.

Ces constats permettent d'appuyer la thèse que la crise du marché immobilier américain n'a pas épargné l'industrie luxembourgeoise des organismes de placement collectif bien qu'à ce stade les répercussions ne semblent pas être trop marquées. Dans ce contexte il importe toutefois d'être vigilant; en effet, alors que les indices boursiers se sont rapidement redressés au cours du mois de septembre 2007 pour se replier par la suite, la confiance des investisseurs a aussi marqué le coup. Ces derniers, surpris par les effets subprime ainsi que par la révision à la baisse des perspectives de croissance dans certaines zones géographiques, pourraient demeurer plus prudents et limiter ainsi l'apport net en capital au cours des mois à venir. En effet, ces contretemps pourraient inciter les investisseurs à chercher refuge dans des valeurs plus certaines, telles que les fonds monétaires et/ou des dépôts en banque.

- Les OPC monétaires

Nombre de compartiments

Au 30 septembre 2007, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 460 unités, soit une hausse de vingt unités par rapport au 31 décembre 2006.

La somme de bilan

Au 30 septembre 2007, la somme de bilan des OPC monétaires luxembourgeois s'est élevée à 247 485 millions d'euros contre 195 533 millions d'euros au

30 septembre de l'année précédente, soit une augmentation de 26,6%.

Dans ce contexte, il importe de mentionner que cet accroissement s'explique en partie par un élargissement de la population déclarante; en effet, un certain nombre de compartiments d'OPC existants ont été classifiés dans la population des OPC monétaires au cours des douze derniers mois. Ainsi, sur la hausse de 51 952 millions d'euros, 9 708 millions d'euros, soit 18,7%, s'expliquent par un élargissement de la population recensée.

Politique d'investissement

Au 30 septembre 2007, le portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois représentait 78,1% du total des actifs détenus. Dans le détail, 52,2% de ces titres ont été émis par des établissements de crédit; suivent les autres secteurs avec 42,8%. Les administrations publiques ne représentaient que 5% des titres émis. Cette part importante en titres autres que des actions, relativement stable au fil des années, reflète une politique d'investissement axée sur le marché monétaire laissant peu de marge de manœuvre à la diversification dans d'autres instruments financiers. En retour, les détenteurs de parts bénéficient d'un investissement à priori à faible risque avec un rendement certain mais relativement modéré.

Ventilation géographique

En ce qui concerne la ventilation géographique de ces investissements au 30 juin 2007, les émetteurs résidents, faute d'une offre suffisante, n'ont joué qu'un rôle marginal (2,6%) contrairement aux émetteurs de la zone euro (45,9%) ou du reste du monde (51,5%).

Tableau 26 Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires (encours en fin de période)

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif	
	2006/09	2007/06	2007/09	2006/09 – 2007/09		2007/06 – 2007/09		2007/09	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géographique ²⁾
Emetteurs résidents	3 857	4 039	4 982	1 125	29,2	942	23,3	2,6	100,0
Etablissements de crédit	2 662	2 542	2 904	241	9,1	362	14,2	1,5	58,3
Administrations publiques	51	72		- 51	-	- 72	-	-	-
Autres secteurs	1 144	1 426	2 078	934	81,7	652	45,7	1,1	41,7
Autres intermédiaires financiers	902	1 169	975	73	8,1	- 194	-16,6	0,5	19,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	34	1	82	48	140,4	81	7 699,3	0,0	1,6
Sociétés non financières	208	256	1 021	813	391,7	765	298,9	0,5	20,5
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	74 818	83 555	87 285	12 467	16,7	3 730	4,5	45,9	100,0
Etablissements de crédit	41 758	45 784	49 659	7 900	18,9	3 874	8,5	26,1	56,9
Administrations publiques	10 979	8 851	8 070	- 2 909	-26,5	- 781	-8,8	4,2	9,2
Autres secteurs	22 081	28 920	29 556	7 476	33,9	637	2,2	15,5	33,9
Autres intermédiaires financiers	13 254	16 625	15 619	2 365	17,8	- 1 006	-6,0	8,2	17,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 007	1 381	1 140	133	13,2	- 242	-17,5	0,6	1,3
Sociétés non financières	7 796	10 913	12 797	5 001	64,2	1 884	17,3	6,7	14,7
Ménages et ISBLM	24	0	0	- 24	-	0	-	-	-
Emetteurs du reste du monde	40 729	107 642	97 963	57 234	140,5	- 9 678	-9,0	51,5	100,0
Etablissements de crédit	44 105	52 728	46 808	2 703	6,1	- 5 920	-11,2	24,6	47,8
Administrations publiques	2 734	1 637	1 454	- 1 280	-46,8	- 183	-11,2	0,8	1,5
Autres secteurs	40 729	53 276	49 701	8 972	22,0	- 3 575	-6,7	26,1	50,7
Total	119 404	195 236	190 230	70 826	59,3	- 5 006	-2,6	100,0	100,0

1) Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions.

2) Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions émis par des résidents de la zone géographique concernée.
Source: BCL

Ventilation sectorielle des investissements par région géographique

Pour ce qui est de la détention de titres de créance émis par des résidents, on notera plus particulièrement l'augmentation importante des investissements en titre de créance émis par des sociétés du secteur des assurances et des fonds de pension ainsi que du secteur des sociétés non financières. Toutefois, dans les deux cas, avec un volume total de respectivement 82 et 1 021 millions d'euros, les encours restent peu élevés par rapport au total du portefeuille de titres.

La diminution investissements en titres émis par le secteur public des autres pays membres de la zone euro s'est poursuivie au cours du troisième trimestre de l'année en cours; au 30 septembre 2007 l'encours s'est établi à 8 070 millions d'euros, soit une baisse de 8,8% par rapport au 30 juin 2007. Cette dernière est à voir dans le contexte de la volonté des Etats membres de l'Union européenne de poursuivre les efforts de consolidation des finances publiques et partant d'une diminution des encours de la dette publique.

Finalement, au 30 septembre 2007, 51,5% du portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois, soit 97 963 millions d'euros, provenaient des émetteurs du reste du monde.

1.2.9 Le commerce extérieur

Malgré la croissance relativement forte des exportations de biens, le déficit du commerce extérieur du Luxembourg a atteint 3,3 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2007, soit une progression de 2,8% par rapport au niveau atteint sur la même période de 2006. Les exportations de biens ont en effet enregistré une hausse de 6,7% pour s'établir à 8,9 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2007, contre une croissance de 5,6% pour les importations (12,2 milliards au total).

La progression des exportations s'explique surtout par la performance de l'industrie sidérurgique qui continue à bénéficier à la fois d'une forte demande internationale et d'une hausse du prix de l'acier. Les livraisons de ce secteur ont ainsi progressé de 13,9% pour atteindre 3 milliards

d'euros, soit 34% de toutes les exportations des trois premiers trimestres 2007. A cela s'ajoute la bonne tenue des expéditions de produits chimiques (+8,8%) et de machines et équipements (+7,2%). L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux montre que les ventes intra-zone euro, qui absorbe habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 8,3%. Cette performance s'explique par le dynamisme de la demande dans les trois pays limitrophes (Allemagne, France et Belgique). En revanche, les livraisons vers les principales destinations hors zone euro, particulièrement celles à destination des Etats-Unis et des pays émergents d'Asie, ont fortement baissé.

La hausse de 5,6% des importations de biens est due en grande partie aux achats de matériel de transport (+15,5%), de machines et équipements (+9,4%) ainsi qu'aux approvisionnements en matières premières (+11,7%, produits pétroliers exclus) et en consommations intermédiaires de la sidérurgie (+8,2%). Les importations en provenance de la zone euro (86% des importations de trois premiers trimestres 2007), ont augmenté de 4,5%. En dehors de la zone euro, les importations en provenance des pays émergents d'Asie se sont contractées tandis que celles provenant des Etats-Unis ont fortement augmenté suite à l'acquisition d'un aéronef.

1.2.10 La balance des paiements

1.2.10.1 Le compte courant

Avec un excédent de 1,86 milliard d'euros au premier semestre de 2007, le solde de la balance courante du Luxembourg est resté presque stable par rapport au niveau atteint sur la même période de 2006. Cette stagnation est le résultat d'évolutions divergentes ayant affecté les différents soldes partiels de la balance courante. La hausse continue de l'excédent des services et la réduction du déficit des marchandises ont en effet été compensées par une progression des déficits des revenus et des transferts courants.

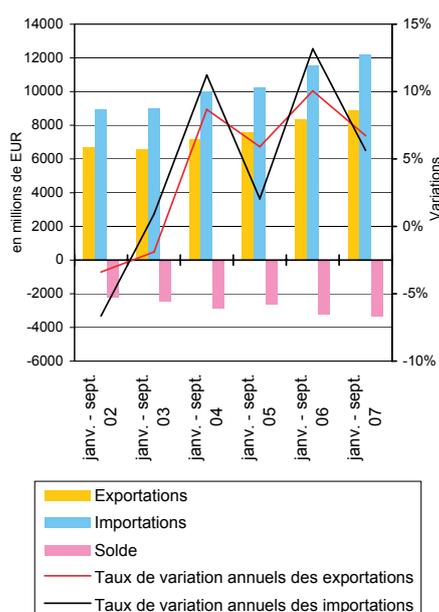
Le déficit de la balance des marchandises s'est réduit de 8,5% en atteignant 1,4 milliard d'euros au premier semestre 2007. Cette contraction est due pour l'essentiel à une hausse plus importante (+9,9%) des exportations de marchandises générales que celle des importations (+3,4%). La croissance soutenue des exportations de biens provient essentiellement du dynamisme du secteur sidérurgique qui continue de bénéficier à la fois d'une forte demande internationale et d'une hausse du prix de l'acier. A cela s'ajoute la contribution positive des transactions sur or non-monnaire dont les ventes nettes ont presque doublé.

Par rapport au premier semestre de 2006 où l'excédent des services avait progressé d'environ 30%, le taux de croissance du surplus des services s'est nettement ralenti à 10,7% pour atteindre 9 milliards d'euros au premier semestre 2007. Cette évolution est liée à une stagnation des soldes de toutes les catégories de services à l'exception du surplus des services financiers. Ce dernier a en effet progressé de 14% à 7 milliards d'euros, reflétant en grande partie la bonne performance des banques résidentes en matière de gestion d'organismes de placement collectif (OPC). La stagnation de l'excédent des autres services s'explique notamment par l'arrêt d'une activité dans les services informatiques et d'information.

L'aggravation du déficit des revenus (+14% à 4,9 milliards d'euros au premier semestre de 2007) s'explique par la rémunération des facteurs de production étrangers. La croissance continue du nombre des salariés frontaliers a ainsi entraîné une importante hausse (+15% à 2,7 milliards d'euros) de la rémunération nette versée à l'étranger. Par ailleurs, les bénéfices dégagés en 2006 par les entreprises résidentes ont donné lieu à une attribution des bénéfices aux détenteurs étrangers des capitaux de ces sociétés. Le revenu des investissements directs laisse ainsi un déficit record de

Graphique 29

Commerce extérieur du Luxembourg



Source: STATEC

4 milliards d'euros (+29%) qui a toutefois été partiellement compensé par l'excédent de 1,9 milliards dégagés par les revenus des investissements de portefeuille et des autres investissements.

La détérioration du déficit des transferts courants résulte principalement d'une hausse des revenus monétaires réalloués au sein de l'Eurosystème et accessoirement d'une réduction du surplus des transferts des administrations publiques.

1.2.10.2 Le compte financier

Les transactions du compte financier se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 1,6 milliards d'euros au premier semestre 2007 contre 1,5 milliard au même semestre de 2006. Dans les différentes composantes du compte financier, les investissements de portefeuille (dérivés inclus) ont enregistré des entrées nettes de 55 milliards d'euros, tandis que les investissements directs et les autres investissements (dépôts et prêts) se sont soldés par des sorties nettes respectives de 4,3 milliards et de 52,4 milliards d'euros.

Dans les investissements de portefeuille, les souscriptions des non-résidents aux titres de participation émis au Luxembourg ont rapporté 121 milliards d'euros sur le

premier semestre de 2007, contre 137,3 milliards sur la même période de 2006. Cette baisse est liée au léger fléchissement de l'investissement net des non-résidents dans les parts d'OPC. Toutefois dans l'ensemble, en raison du recul plus prononcé des achats d'actions étrangères par les résidents, les transactions sur titres de participation se sont soldées par des entrées nettes en hausse à 112 milliards au premier semestre de 2007 (contre 85 milliards sur la même période de 2006). Les sorties nettes sur titres de créance se sont en revanche accrues atteignant 56 milliards d'euros sur les six premiers mois de 2007, contre 51,8 milliards sur la même période de 2006.

Le solde positif sur investissements de portefeuille (55,7 milliards d'euros au total) a été compensé par des sorties nettes de 52,4 milliards d'euros sous forme d'autres investissements et de 4 milliards sous forme d'investissements directs. Sur ce dernier poste, les sorties nettes sont liées aux prêts intragroupes. Dans les autres investissements, les sorties nettes sont d'une part attribuées aux autres secteurs (OPC non-monnaies, Holdings et SOPARFI) qui ont accru, à concurrence de 43 milliards d'euros, leurs avoirs nets sur le reste du monde. Les institutions financières monétaires (BCL exclue) ont d'autre part enregistré des sorties nettes de 11 milliards suite à une hausse de leurs créances sur les non-résidents.

Tableau 27 *Balance des paiements du Luxembourg*¹

Unité: Million EUR	Janvier – Juin 2006			Janvier – Juin 2007		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	71 077	69 238	1 838	81 301	79 440	1 861
Marchandises	6 776	8 362	-1 587	7 032	8 484	-1 452
Services	19 775	11 535	8 240	21 636	12 512	9 125
Revenus	42 318	46 645	-4 327	50 537	55 479	-4 943
Transferts courants	2 208	2 697	-488	2 096	2 964	-868
COMPTE DE CAPITAL	27	126	-99	37	82	-45
	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>	<i>Avoirs</i>	<i>Engagements</i>	<i>Net</i>
COMPTE FINANCIER²			-1 498			-1 580
INVESTISSEMENTS DIRECTS³	-29 113	21 974	-7 139	-47 881	43 559	-4 322
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-18 245	23 280	5 035	-25 749	36 139	10 389
Autres opérations, Prêts intragroupes	-10 868	-1 305	-12 174	-22 132	7 421	-14 711
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-106 423	139 963	33 540	-73 088	128 819	55 731
Titres de participation	-51 950	137 273	85 323	-8 990	121 039	112 049
Titres de créance	-54 473	2 690	-51 783	-64 098	7 779	-56 318
Produits financiers dérivés			-764			-553
Autres investissements	-86 980	59 830	-27 150	-90 852	38 410	-52 441
Avoirs de réserve			15			5
ERREURS ET OMISSIONS			-242			-236

1) Chiffres provisoires; des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie; pour les avoirs des réserves, un signe positif correspond à une diminution, alors qu'un signe négatif correspond à une augmentation des avoirs.

3) Investissement directs: les avoirs se réfèrent aux investissements directs du Luxembourg à l'étranger et les engagements aux investissements directs de l'étranger au Luxembourg.

Sources: BCL/STATEC

1.2.11 Les projections macroéconomiques

Les précédentes projections macroéconomiques de la BCL datent de juin 2007²³ et ont été élaborées dans un contexte économique propice. A la faveur de l'embellie conjoncturelle dans la zone euro, mais dans le contexte d'une modération de la croissance dans le secteur financier, l'économie luxembourgeoise connaissait au premier trimestre 2007 un rythme de croissance trimestrielle proche de la moyenne historique, mais en-deçà de la performance du deuxième semestre 2006. Pour l'année entière, une hausse du PIB réel comprise dans une fourchette allant de 4,7% à 5,3% était escomptée par la BCL, avec une poursuite du ralentissement en 2008. Ce mouvement d'un ralentissement en douceur constituait un scénario globalement favorable, dans lequel l'expansion économique était supposée reposer davantage sur une demande domestique dynamique, favorisée par la robustesse du marché de l'emploi.

Depuis cet exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique ont largement corroboré ce scénario. En octobre 2007, la croissance du PIB réel pour l'année 2006 a été confirmée aux environs des 6%. Par ailleurs, les comptes nationaux trimestriels chiffrent la hausse du PIB réel au deuxième trimestre 2007 à 5,0% sur base annuelle. Ce taux est en retrait par rapport aux taux enregistrés au cours de l'année 2006, tout en demeurant supérieur à la moyenne observée depuis 1995. L'acquis de croissance pour l'ensemble de l'année 2007, estimé sur base des données des deux premiers trimestres, ajustées pour les variations saisonnières, est de l'ordre de 4,0%.

En ce qui concerne le profil conjoncturel, la croissance du PIB a vraisemblablement atteint son sommet au premier trimestre 2006, ce qui constitue un profil inchangé par rapport aux estimations et projections précédentes. La progression du PIB nominal estimé pour ce trimestre aurait été de 16,4%. Cette hausse est quasiment la plus importante jamais recensée dans les comptes nationaux trimestriels et proche de celle des années 1999-2000. Depuis lors, la vigueur de la croissance a nettement ralenti, en phase avec le dynamisme atténué des marchés boursiers. Au troisième trimestre 2007, selon le compte de pertes et profits agrégé du secteur bancaire, les revenus nets sur commissions ne seraient en hausse que de 7,5% en glissement annuel, soit un résultat qui s'inscrit nettement en retrait par rapport aux 28% observés au premier trimestre 2006. Le secteur manufacturier se trouve également dans la

phase descendante du cycle conjoncturel. L'optimisme affiché par les chefs d'entreprises avait atteint son plus haut en février 2007 pour baisser graduellement par la suite bien que demeurant au-dessus de la moyenne historique.

L'exposition du secteur financier européen à la crise des «subprime» aux Etats-Unis et en particulier aux titres adossés à des prêts hypothécaires demeure difficile à évaluer à l'heure actuelle, étant donné le peu d'informations concluantes disponibles. Pourtant, les différents acteurs des marchés financiers virant au morose, un sentiment d'inquiétude s'est installé depuis août 2007 et a été au cœur des turbulences observées sur les marchés monétaire, obligataire et des changes (voir aussi sous 1.1). La méfiance entre banques a entraîné de sérieux problèmes sur le marché monétaire propulsant le taux Euribor à 3 mois autour des 4,80%, alors que le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est resté à 4,0%. Ces développements sont susceptibles d'avoir un impact sur le coût du capital des entreprises, le taux Euribor à 3 mois étant souvent utilisé comme le taux de référence pour les prêts à taux variables consentis aux entreprises. Dans ce contexte, le rehaussement des taux directeurs anticipé par les marchés au cours des mois de juin et juillet pour le mois de septembre n'a pas eu lieu. L'Eurosystème a préféré y substituer une période de réflexion permettant d'analyser davantage la problématique du marché monétaire. La volatilité accrue sur les marchés financiers s'est également diffusée aux marchés des changes, le taux de change euro/dollar s'étant établi à 1,46\$/€ vers la fin-novembre, poussant le taux de change effectif de l'euro à nouveau à la hausse, à concurrence de 3,8% par rapport à 2006 et de 2,7% par rapport à l'exercice de juin.

En général, le scénario international, tel qu'il prévalait en juin 2007 dans les projections macroéconomiques des institutions internationales, demeure largement inchangé pour l'année courante, mais il a été ajusté à la baisse pour l'année 2008. Après la forte croissance observée en 2006, l'activité économique mondiale a légèrement ralenti en 2007 et les institutions internationales s'accordent sur la poursuite de ce mouvement en 2008 avant qu'une période de stabilisation autour de la croissance tendancielle ne s'installe en 2009. Les scénarii présupposent aussi que, suite à l'affaiblissement de la conjoncture aux Etats-Unis dans le contexte du repli prononcé de l'investissement résidentiel, un ralentissement général et plus conséquent pourra être évité

23 Voir BCL, Rapport Annuel 2006, pp.81-84.

grâce à l'essor élevé et continu des pays asiatiques. La faiblesse du marché immobilier américain serait un choc entièrement idiosyncratique, guère susceptible de se transmettre à d'autres économies par le truchement du commerce international et de provoquer de la sorte un ralentissement de l'économie mondiale. Le rééquilibrage de l'économie mondiale se manifesterait pleinement dans un tel contexte. Le ralentissement aux Etats-Unis serait compensé par le dynamisme exceptionnel des économies émergentes, en particulier l'Asie du Sud-est, ainsi que par la résilience de l'économie européenne.

La zone euro a connu une croissance robuste, proche, voire même supérieure à la croissance potentielle au cours des derniers trimestres, malgré le risque que représentait le relèvement de la taxation indirecte en Allemagne. A l'instar de l'économie mondiale, elle connaîtrait également une période de ralentissement, et sa croissance devrait prochainement converger vers

son potentiel. Partant d'une valeur de 2,9% en 2006, ce qui constitue le taux de croissance le plus élevé depuis l'année 2000, l'expansion économique s'est ralentie en 2007 pour se fixer dans une fourchette de 2,4% et 2,8%. En 2008, le ralentissement, en termes de taux de variation annuel, devrait être plus prononcé et les projections ont été revues à la baisse, de l'ordre de 0,3pp. Selon l'exercice de projections de l'Eurosysteme de décembre 2007, la croissance anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette de croissance entre 1,5% et 2,5% en 2008, pour s'établir entre respectivement 1,6% et 2,6% en 2009.

Bien qu'il représente, avec d'autres facteurs, un risque à la baisse pour la croissance, l'évolution du prix du pétrole ne fait pas obstacle à cette dynamique favorable. Le fait que le prix du Brent s'est rapproché des 100 \$/bl, témoignerait selon divers observateurs du dynamisme des économies émergentes et de leur impact croissant sur l'économie mondiale.

Tableau 28 Projections des institutions internationales et hypothèses techniques (taux de variation annuel¹⁾)

	2006	2007	2008	2009
Commerce mondial (CE)	8,9 (-0,3)	7,5 (0,4)	7,0 (-0,6)	7,2
PIB mondial (CE)	5,4 (0,2)	5,1 (0,3)	4,7 (-0,1)	4,8
PIB zone euro (CE)	2,8 (0,1)	2,6 (-)	2,2 (-0,3)	2,1
PIB zone euro (Eurosysteme)	2,9	2,4-2,8	1,5-2,5	1,6-2,6
Demande internationale adressée au Luxembourg	8,4 (-0,3)	5,0 (-0,8)	5,4 (-0,6)	5,8
Prix du pétrole en \$/bl ²⁾	65,4	72,6 (7,6)	88,6 (18,7)	83,7 (14,1)
Taux de change \$/€ ³⁾	1,26	1,37 (-)	1,46 (0,1)	1,46 (0,1)
Taux d'intérêt à 3 mois	3,1	4,3 (0,1)	4,5 (-)	4,3 (-0,1)
Taux d'intérêt à 10 ans	3,9	4,3 (0,1)	4,3 (-)	4,3 (-)

1) Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2007, en points de pourcentage

2) Révisions en \$/bl

3) Révisions en \$/€

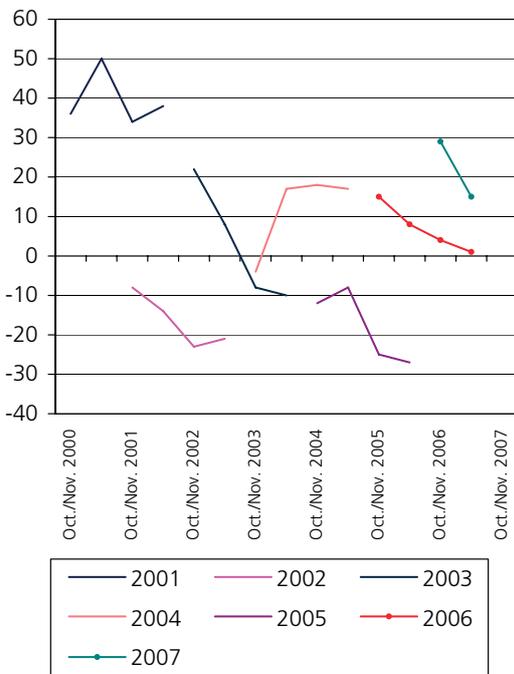
Sources: Banque centrale européenne, Commission européenne

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations des partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour notre économie tournée vers l'extérieur. Selon le scénario sous-jacent, la demande internationale, qui a manifesté un dynamisme exceptionnel en 2006,

a fortement ralenti en 2007, mais elle pourrait s'accroître graduellement au cours des années prochaines. A l'instar du scénario mondial et européen, ces hypothèses ont été ajustées à la baisse par rapport à l'exercice de juin 2007.

Graphique 30

Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie (dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)²⁴



Source: Commission européenne

Appréhendée sur base des estimations pour 2006, de l'évolution conjoncturelle récente et finalement du scénario macroéconomique mondial et pour la zone euro, la croissance économique s'est ralentie au Luxembourg en 2007. Ce scénario demeure donc inchangé par rapport à l'exercice de juin. Par contre, le ralentissement prévu pour l'année 2008 pourrait être plus prononcé dans le contexte de la modération de la croissance dans la zone euro, mais surtout des turbulences affectant les marchés financiers et par ricochet les résultats du secteur financier luxembourgeois. Les projections de croissance pour l'année 2008 s'établissent désormais dans une fourchette allant de 3,8% à 4,8%, soit un rythme en-dessous de la moyenne historique. Malgré ce fléchissement, la performance demeurerait appréciable et, sur base du scénario international, la croissance

au Luxembourg pourrait rebondir en 2009. Cependant, comme dans la zone euro, les risques pesant sur la croissance sont orientés à la baisse.

Le scénario sous-jacent de l'exercice de projection s'inscrit dans celui des exercices précédents et présuppose un certain rééquilibrage de la croissance au Luxembourg. Alors que le dynamisme des exportations se serait affaibli en 2007 dans le sillage de la modération de la demande internationale, ce ralentissement serait contrebalancé par l'accélération de la demande domestique. La vigueur de la croissance tiendrait alors en partie à la robustesse du marché de l'emploi, ou, plus précisément, à l'effet conjoint de la croissance des emplois et de la progression des salaires réels, ces développements fournissant un support à la consommation privée. Le dynamisme résulterait également de l'investissement privé. Malgré le fait que le secteur manufacturier ait récemment ajusté à la baisse ses programmes d'investissement pour 2007 (voir graphique), les dépenses s'accéléraient toujours par rapport à l'année 2006 et elles progresseraient à un taux comparable à celui de 2005. En revanche, les problèmes qui ont récemment émergé sur les marchés financiers risquent l'année prochaine de plomber les dépenses des entreprises par le truchement de la hausse du coût du capital. Le renchérissement du coût du refinancement des banques, caractérisé par la forte hausse du taux Euribor à 3 mois, ne tardera vraisemblablement pas à affecter les emprunts à taux variables consentis aux entreprises. Celles-ci pourraient par conséquent revoir à la baisse, voire reporter, leurs programmes d'investissements.

Du côté de l'optique «Production» du PIB, la baisse et le rééquilibrage de la croissance se manifesteraient surtout par un affaiblissement de la dynamique de croissance dans le secteur financier. Par contre, la croissance soutenue dans la zone euro ainsi que la robustesse de la demande domestique au Luxembourg devraient continuer à se diffuser à la plupart des branches de l'économie, ce qui permettrait d'atténuer partiellement le ralentissement anticipé du secteur financier.

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, les projections demeurent en moyenne inchangées par rapport à l'exercice précédent. En effet, afin de freiner la détérioration de la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise, le gouvernement avait décidé de

²⁴ Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, on calcule les taux de variation annuels des dépenses d'investissement à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

remplacer temporairement le mécanisme d'indexation automatique des salaires par un mécanisme de « cliquets ». De ce fait, la contribution de l'indexation automatique des salaires à l'évolution des salaires nominaux a été pratiquement fixée jusqu'en 2009. Les effets de cet accord se manifestent pleinement dans le contexte de la forte hausse du prix du pétrole, ce qui devrait permettre d'éviter un dérapage des salaires dans une phase conjoncturelle qui s'annonce moins favorable. Par contre,

à court terme, la dynamique des salaires réels a été plus importante qu'escomptée, en raison des effets retardés de la conjoncture favorable des années antérieures sur lesquels viendra se greffer en fin d'année l'accord salarial dans la fonction publique (voir aussi sous 1.2.7.3). Dans le contexte du ralentissement économique, il est admis que la dynamique des salaires réels va s'estomper quelque peu, ce dont témoigne le récent accord salarial dans le secteur bancaire.

Tableau 29 Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à juin 2007 (en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)

	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
PIB réel	6,1	4,7-5,3	3,8-4,8	4,0-5,0	-0,1	-	-0,3	0,1
IPCH	3,0	2,6	3,4	2,0	-	0,2	0,9	-0,2
IPCH énergie	7,9	2,7	7,3	-1,9	-	3,1	5,8	-1,8
IPCH excluant l'énergie	2,3	2,6	2,8	2,5	-	-0,1	0,2	-
IPCN	2,7	2,3	2,9	1,8	-	0,2	0,8	-0,2
IPCN excluant l'énergie	2,0	2,1	2,2	1,9	-0,2	-0,2	0,1	-0,2
Echelle mobile des salaires	2,1	2,3	2,1	2,5	-	-	-	-
Coût salarial moyen	4,6	4,4	3,6	3,7	2,3	0,5	-0,1	-0,5
Emploi salarié	3,9	4,4	3,6	3,1	-0,1	0,8	0,2	-0,3
Taux de chômage	4,5	4,5	4,6	4,7	-	-0,1	-	-

Sources: BCL

L'emploi salarié a connu au cours des trois premiers trimestres de l'année 2007 une évolution au-delà des attentes. Le recrutement élevé dans le secteur financier s'est notamment poursuivi au troisième trimestre et la dynamique s'est accélérée dans les autres branches. Plusieurs indicateurs à court terme pointent vers une étroitesse du marché de l'emploi, caractérisée par une inadéquation entre l'offre et la demande, un phénomène particulièrement prononcé dans le secteur financier. En revanche, il est possible que cette forte dynamique s'estompe quelque peu au cours des prochains trimestres. L'activité économique se trouve dans la phase descendante du cycle et il serait normal que l'emploi emboîte également cette direction. Bien que les résultats actuellement connus dans le secteur financier demeurent favorables, ils se caractérisent pourtant par un ralentissement important depuis le début 2006, ce qui pourrait conduire à une révision à la baisse du recrutement. Ceci vaut d'autant plus qu'on ignore à l'heure actuelle l'étendue exacte des problèmes directs et indirects liés à la crise des « subprime » aux Etats-Unis et qui pourraient peser davantage sur les résultats futurs du secteur. La progression de l'emploi domestique passerait ainsi en dessous de la barre des 4%,

ce qui ne constitue pas une prémisse pour une baisse du taux de chômage qui serait globalement stable sur l'horizon de projection.

Pour ce qui est des prix à la consommation, l'inflation globale fléchirait en 2007 par rapport à 2006. Les taux d'inflation de l'IPCN et de l'IPCH ralentiraient de 0,4pp en 2007, pour atteindre respectivement 2,3% et 2,6% (voir aussi les projections d'inflation sous 1.2.1.1). Ces développements favorables résultent cependant exclusivement d'une contribution faible des prix de l'énergie, elle-même attribuable à une stabilisation, en termes de moyennes annuelles, du prix du pétrole en euros. Par contre, l'inflation à l'exclusion de l'énergie est en hausse depuis la fin de l'année 2004 et elle demeure supérieure à celle des pays voisins. En fin d'année 2007, sa dynamique a en plus été influencée par l'impact de la hausse des prix des matières premières agricoles sur les prix des biens alimentaires transformés. Sur fond de ce choc, et malgré le fléchissement conjoncturel, l'accélération de ce type d'inflation devrait se poursuivre en 2008. Elle se ferait alors simultanément à une forte reprise des prix de produits énergétiques sur base d'un prix du pétrole en euros en hausse de 15%.

Par conséquent, l'inflation globale s'accélérait fortement en 2008, à respectivement 3,4% pour l'IPCH et 2,9% pour l'IPCN. Pour l'IPCN, ce taux correspondrait au taux annuel moyen le plus élevé depuis l'an 2000.

1.2.12 Les finances publiques

Le gouvernement a présenté le projet de budget concernant l'année 2008 à la Chambre des Députés le 10 octobre 2007. Le tableau suivant offre un aperçu des chiffres clefs de ce projet où, conformément à la comptabilité luxembourgeoise traditionnelle, les fonds spéciaux et divers établissements publics sont abordés sous l'angle des dotations qu'ils perçoivent de l'Etat et non eu égard au niveau effectif de leur dépenses.

Tableau 30 Aperçu du projet de budget 2008 de l'Etat central (au sens strict)
(millions d'euros, sauf mention contraire)

	Compte provisoire 2006	Budget définitif 2007	Projet de budget 2008	Croissance nominale 2008/2007	Croissance nominale 2008/2006
Recettes	8 391,9	7 841,7	8 438,0	+7,6%	+0,5%
Recettes courantes	7 890,8	7 761,0	8 355,4	+7,7%	+5,9%
Recettes en capital	501,1	80,7	82,6	+2,3%	-83,5%
Dépenses	8 380,2	8 029,5	8 458,5	+5,3%	+0,9%
Dépenses courantes	7 092,1	7 239,6	7 631,3	+5,4%	+7,6%
Dépenses en capital	1 288,1	789,9	827,2	+4,7%	-35,8%
Solde	+11,7	-187,8	-20,5	--	--
Dont solde courant	+798,7	+521,4	+724,1	--	--
Dont solde en capital	-787,0	-709,2	-744,6	--	--

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2008, Ministère des Finances.*

Comme l'indique le tableau, les dépenses de l'Etat central au sens strict ne progresseraient que de 5,3% en 2008, ce qui constituerait assurément une nette décélération par rapport à l'évolution observée ces dernières années. Les recettes augmenteraient davantage, de sorte que le déficit de l'Etat central au sens strict diminuerait de façon prononcée, passant de quelque 188 million d'euros en 2007 à 20,5 millions seulement l'année suivante. Ces chiffres doivent néanmoins être interprétés avec prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extra-budgétaires en lieu et place des programmes de dépenses de ces mêmes fonds. De surcroît, le budget définitif 2007 constitue une base de comparaison assez inappropriée, car les réalisations budgétaires affichent une nette divergence par rapport aux budgets définitifs au Luxembourg.

Le tableau suivant pallie ces deux inconvénients en incorporant explicitement les programmes de dépense des fonds spéciaux et en évaluant l'évolution des chiffres clefs à l'aune du compte provisoire 2006, sur une période de deux ans. Ces données constituent de ce fait un ancrage de comparaison raisonnablement stable. Sur une période 2006-2008, soit en deux ans, les

dépenses totales de l'Etat central ne progresseraient que de 0,9% selon la présentation traditionnelle. Une telle augmentation serait inférieure à l'inflation anticipée sur l'horizon précité de deux ans, de sorte que les dépenses se réduiraient en termes réels.

La progression de 0,9% en deux ans ne rend cependant pas compte de l'évolution fondamentale des dépenses. En premier lieu, les dépenses relatives à 2006 sont exceptionnellement élevées du fait de l'octroi à la SNCI (Société Nationale de Crédit et d'Investissement) d'une dotation de 120 millions d'euros et en raison d'importants remboursements de la dette publique (115 millions). En second lieu, il convient d'affiner les dépenses reprises au tableau ci-dessus, en prenant en considération les dépenses programmées des fonds spéciaux et de certains établissements publics en lieu et place des dotations de l'Etat central à ces fonds et établissements. C'est là l'un des principaux apports de la comptabilité européenne SEC 95.

Le compte SEC 95 de l'administration centrale, qui constitue la première étape de l'établissement du compte des administrations publiques, est diffusé par le STATEC au printemps et en automne. Les calculs de la

BCL en présentent une version simplifiée, qui consiste uniquement à incorporer aux dépenses de l'Etat central les dépenses programmées des fonds spéciaux et de certains établissements publics en lieu et place des dotations de l'Etat central aux mêmes entités. Le tableau ci-dessous renferme le résultat de ces calculs. Les dépenses relatives à 2006 figurant dans ce tableau ont en outre été corrigées afin d'apurer l'incidence de la dotation de 120 millions d'euros à la SNCI et des amortissements exceptionnels de 115 millions de la dette publique. Les recettes en capital ont pour leur part été apurées de l'incidence du produit de la cession par l'Etat d'actions Arcelor, qui s'est établi à plus de 400 millions d'euros en 2006. Ces trois transactions doivent d'ailleurs en principe être neutralisées en SEC 95.

Le tableau ci-dessous indique que les dépenses programmées des fonds spéciaux et assimilés seraient comme à l'accoutumée nettement plus élevées que les dotations de l'Etat central au sens strict en faveur de ces mêmes entités. Ce constat prévaut tant en niveau absolu que sous l'angle de la croissance des dépenses. Les dépenses totales de l'Etat central au sens strict ne progresseraient que de 3,8% sur la période de deux ans 2006-2008 selon le projet de budget, du moins après apurement des deux transactions exceptionnelles précitées effectuées en 2006. Les dépenses totales de l'Etat central consolidé s'accroîtraient quant à elles de 11,1% sur la même période de deux ans – soit d'environ 5,5% par an en moyenne – sous l'effet d'une croissance très soutenue des dépenses programmées des fonds et de certains établissements publics.

Tableau 31 *Version consolidée des opérations budgétaires de l'Etat central (millions d'euros, sauf mention contraire)*

	2006	2008	Croissance 2008/2006
<i>DEPENSES</i>			
1. Dépenses de l'Etat au sens strict	8 145,2	8 458,5	3,8%
2. Transferts de l'Etat au sens strict aux fonds (-)	-1 850,1	-1 592,3	-34,0%
3. Dépenses effectives ou programmées des fonds	2 384,2	2 775,6	16,4%
4. Dépenses de l'Etat central consolidées (= 1.+2.+3.)	8 679,4	9 641,9	+11,1%
<i>RECETTES</i>			
5. Recettes de l'Etat au sens strict	7 968,9	8 438,0	+5,9%
6. Recettes propres des fonds	404,0	462,5	14,5%
7. Recettes de l'Etat central consolidées (=5.+6.)	8 372,9	8 900,5	+6,3%
<i>SOLDES</i>			
SOLDE DE L'ETAT CONSOLIDE	-306,5	-741,3	--
Pour mémoire: solde de l'Etat au sens strict	+11,7	-187,8	--

Source: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2008, Ministère des Finances, calculs BCL.*

Note: *Les résultats repris au tableau partent de l'hypothèse que les dépenses programmées pour 2008 du Fonds pour l'emploi, du Fonds des pensions, du Fonds Communal de Dotation Financière, des fonds d'investissement et des établissements publics seront intégralement exécutées en 2007. Il est en revanche supposé que les dépenses des autres fonds seront exécutées à raison de 85% en 2008. En outre, les dépenses en capital des fonds figurant au tableau ont été ajustées afin de prendre en compte l'estimation par la BCL de l'incidence sur les investissements effectués par le truchement du Fonds de garantie de la décision d'Eurostat de février 2004 relative aux partenariats public-privé. Les dépenses et recettes en capital de l'Etat central au sens strict relatives à 2006 diffèrent des chiffres correspondants du tableau 30, car les dépenses en capital ont été corrigées afin d'apurer l'incidence de la dotation de 120 millions à la SNCI, des amortissements exceptionnels de 115 millions de la dette publique. Les recettes en capital ont été apurées de l'incidence du produit de la cession par l'Etat d'actions Arcelor, qui s'est établi à plus de 400 millions d'euros en 2006.*

Les recettes de l'Etat central consolidé progresseraient quant à elles de 6,3% seulement au cours de la période de deux ans, 2006-2008, en dépit de la neutralisation de l'incidence sur les recettes enregistrées en 2006 du produit de la cession par l'Etat d'actions Arcelor contre des liquidités et des actions Mittal, ce produit s'étant élevé à plus de 400 millions d'euros.

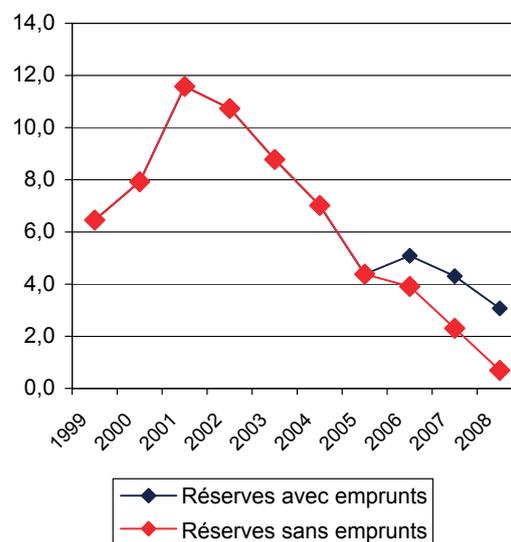
Du fait de l'écart persistant entre d'une part les dotations de l'Etat aux fonds et d'autre part les dépenses programmées de ces derniers, le déficit de l'Etat central consolidé serait nettement plus élevé que le déficit de l'Etat au sens strict, ce que confirme le projet de budget. Selon ce dernier, l'Etat central dans son acception stricte enregistrerait en effet un déficit négligeable, inférieur à 0,1% du PIB. Toujours selon le projet de budget 2008, en particulier son volume III dévolu à la présentation SEC 95 du projet, l'administration centrale présenterait un déficit nettement supérieur, qui équivaldrait à 1,4% du PIB en 2008. L'estimation par la BCL du solde de l'Etat central au sens large s'écarte en apparence de ce dernier solde. A l'instar du Volume III, la BCL estime le déficit de l'Etat consolidé à 0,9% du PIB en 2006. Elle aboutit cependant à un déficit de l'ordre de 740 millions d'euros – soit 1,9% du PIB – en 2008, comme l'atteste le tableau précédent. Cette divergence n'est cependant qu'apparente. Le tableau ne vise en effet qu'à combler une source d'écart entre l'optique SEC 95 et la comptabilité traditionnelle luxembourgeoise, soit le traitement des fonds spéciaux. Le Volume III se veut quant à lui plus exhaustif, puisqu'il s'attache à décrire et à évaluer d'autres sources d'écarts, par exemple le traitement des fondations ou services de l'Etat à gestion séparée, les prises de participation, la comptabilisation des transferts à l'Union européenne et des transferts UEBl ou encore le mode de comptabilisation des recettes. L'écart entre les soldes précités de 1,4 et 1,9% du PIB est par ailleurs plus que compensé par une divergence de sens inverse sur le versant des recettes. Le tableau précédent est en effet construit en reprenant telles quelles les estimations de recettes de l'Etat central et des fonds reprises au projet de budget.

En ce qui concerne les actifs des fonds spéciaux, le graphique suivant illustre que les réserves des fonds spéciaux ont enregistré un déclin de 2001-2005, passant de 11,6% à 4,4% du PIB en raison de recettes des fonds structurellement et significativement inférieures aux dépenses des mêmes fonds. Ces derniers ont légèrement progressé en 2006, ce qui constitue une rupture apparente par rapport aux années précédentes. Cette évolution est cependant le résultat de l'octroi aux fonds de dotations budgétaires supplémentaires et de

l'affectation aux fonds du produit d'emprunts (le Fonds de routes et le Fonds du rail, à raison de quelque 400 millions d'euros). Compte non tenu du produit de ces emprunts, qui ne constituent pas des recettes au sens propre du terme, les réserves des fonds auraient affiché un nouveau recul en 2006, en s'établissant à 3,9% du PIB. Estimées selon la même acception (sans emprunts) les réserves des fonds spéciaux continueraient à décliner ultérieurement à 2006, pour se réduire à 0,7% du PIB en 2008.

Graphique 31

Evolution des réserves des fonds spéciaux (pourcentages du PIB)



Sources: Ministère des Finances, STATEC, calculs BCL.

On peut en conclure, que les fonds sont toujours structurellement en déficit, de sorte que leurs actifs resteront tributaires de l'affectation d'emprunts.

De la confrontation des dépenses aux recettes des administrations publiques découlent les soldes figurant au tableau suivant, qui sont estimés en conformité avec le scénario macro-économiques sous-jacent. Certains postes de dépenses font l'objet de projections spécifiques, à savoir pour l'essentiel la rémunération des agents de l'Etat, les transferts aux pouvoirs locaux et aux administrations de sécurité sociale et le Fonds pour l'emploi. Les estimations de la BCL relatives à ces catégories de dépenses s'écartent peu de celles figurant au projet de budget 2008. La seule différence significative

se rapporte aux transferts aux administrations de sécurité sociale, avec à la clef des transferts supérieurs aux estimations officielles à raison de 120 millions d'euros dans les projections de la BCL. Cette différence s'explique par l'évolution inférée de la masse salariale et par de diverses hypothèses de croissance des transferts non liés aux cotisations pris en compte par la BCL. Compte tenu de cet écart, la croissance des dépenses totales de l'administration centrale escomptée par la Banque sur l'horizon de deux ans 2006-2008 s'établit à 12,5% à comparer aux 11,1% issus du tableau ci-dessus relatif à l'Etat consolidé.

La divergence entre le projet de budget et les projections préliminaires de la BCL est bien plus significative sur le versant des recettes. Le tableau 30 établi sur la base des données figurant au projet de budget laisse augurer une progression des recettes totales de l'administration centrale d'un peu plus de 6% de 2006 à 2008. Selon les projections de la BCL, établies sur la base d'un scénar-

rio macro-économique propre, d'élasticités spécifiques et d'un chiffrage des nouvelles mesures, les recettes totales de l'administration centrale progresseraient de près de 12% sur le même horizon. La résultante de ces évolutions de recettes et de dépenses serait un besoin de financement de l'administration centrale de 1% en 2008, qui se comparerait favorablement au déficit SEC 95 de 1,4% estimé au projet de budget 2008. Par contre, l'excédent de la sécurité sociale estimé par la BCL s'établirait à 2,1% du PIB en 2008, alors que le projet de budget table pour sa part sur un excédent de 2,4% du PIB. Au total, les soldes relatifs à l'ensemble des administrations publiques pour 2008 présentent une similarité certaine, la BCL n'étant que légèrement plus optimiste que le projet de budget.

L'analyse des soldes de l'administration centrale, mène à constater que malgré la bonne conjoncture économique en 2006 et 2007 le solde reste déficitaire et a même tendance à se détériorer en 2008 et 2009.

Tableau 32 *La situation des finances publiques luxembourgeoises: projections d'automne de la BCL (novembre 2008; pourcentages du PIB)*

	2004	2005	2006	2007 ^e	2008 ^p	2009 ^p
<i>Ensemble des administrations publiques</i>						
Recettes totales	41,5	41,8	39,8	39,8	39,6	39,0
Dépenses totales	42,7	41,9	39,2	38,5	38,8	38,4
Déficit (-) ou surplus (+)	-1,2	-0,1	0,7	1,3	0,9	0,6
Solde apuré de la conjoncture	-0,8	0,4	0,8	1,1	0,8	0,4
<i>Soldes effectifs des sous-secteurs</i>						
Etat central	-2,5	-1,3	-0,9	-0,5	-1,0	-1,2
Communes	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Sécurité sociale	1,5	1,5	1,8	2,0	2,1	1,9

Source: *Projet de budget 2008, budget définitif 2007, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL.*

e: estimations.

p: projections.

Quant aux pouvoirs locaux, ceux-ci accuseraient quant à eux un déficit tout au long de l'horizon de projection. Le transfert en provenance du Fonds communal de dotation financière continue à progresser en 2007, sous l'effet notamment du rebond de l'encaissement des recettes de TVA dans le sillage des importants remboursements effectués en 2005 et 2006. L'évolution du produit de l'impôt communal, qui représentait un peu plus de 30% des recettes totales des communes en 2007, constitue une incertitude majeure. Les projections reposent sur le postulat d'un accroissement relativement soutenu du produit de cet impôt, qui

excéderait 5% par an en termes nominaux sur l'horizon 2007-2009.

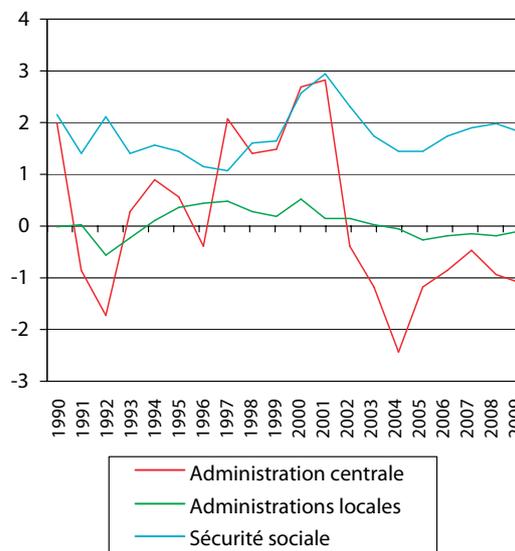
Enfin, les projections laissent augurer un accroissement des excédents de la sécurité sociale en 2007, à la faveur de l'accroissement de la contribution dépendance, qui est passé de 1% à 1,4% des revenus contributifs en janvier 2007. De plus, la conjoncture favorable en 2006 et 2007 y contribue et elle a également un impact sur le solde de 2008. Par contre, un rétrécissement du solde en 2009 se remarque, principalement dû à l'introduction du «statut unique». La stabilité de l'excédent, se situant autour de 2%, ne doit cependant pas inciter à

l'inaction. D'une part, le surplus de la sécurité sociale serait en retrait par rapport aux excédents enregistrés de 2000 à 2002, en dépit de l'accroissement des cotisations. A moyen terme, ce surplus est appelé à s'étioler, car les importants flux d'entrée de travailleurs frontaliers et étrangers enregistrés depuis la fin des années quatre-vingt donneront nécessairement lieu à des prestations accrues dans le futur. Par ailleurs, les dépenses de l'assurance maladie-maternité connaissent une croissance tendancielle très soutenue. Elles ont en effet progressé de quelque 8,1% en moyenne de 1990 à 2006 en termes nominaux. Si le budget 2008 de l'assurance maladie-maternité déposé en novembre 2007 a été établie avec un excédent des opérations courantes de 14 millions d'euros, cette situation repose sur le postulat d'une nette décélération de la croissance nominale des dépenses, qui atteindrait seulement 6,9% en 2008²⁵. Il est douteux qu'une telle amélioration se manifeste de façon durable en l'absence de réformes structurelles dans le secteur des soins de santé. La fragilité financière du secteur est d'ailleurs mise en exergue par l'important découvert cumulé des prestations en nature, qui atteindrait selon le budget 36,5 millions d'euros en 2008.

L'évolution des soldes budgétaires des sous-secteurs des administrations publiques est visible dans le graphique 32.

Graphique 32

Evolution des soldes budgétaires des sous-secteurs des administrations publiques (pourcentages du PIB)



Sources: STATEC, calculs BCL

Au total, en 2006, le solde de l'ensemble des administrations publiques s'est monté à 0,7% du PIB, à la faveur notamment de la conjoncture favorable et des retombées fiscales des importants versements de dividendes effectués par une importante société sidérurgiques (le produit de l'impôt retenu sur les revenus de capitaux est passé de 0,7% du PIB en 2005 à 1,1% l'année suivante). En dépit d'un recul de la contribution de ce facteur en 2007, le surplus devrait encore augmenter pour atteindre 1,3% du PIB. L'impact sur les cotisations sociales et sur l'impôt sur les traitements et salaires de l'importante hausse de la masse salariale escomptée pour 2007 favoriserait cette amélioration. S'y ajouterait le bon rendement du prélèvement à la source sur les revenus d'intérêt des résidents et les mesures de consolidation budgétaire adoptées dans le cadre du Comité de Coordination Tripartite en 2006.

L'année 2008 se caractériserait par un coup d'arrêt au processus de consolidation budgétaire amorcé en 2005.

25 Du moins avant prélèvements aux provisions. Ce concept se rapproche davantage de la «réalité économique» propre au système comptable SEC 95, car prélèvements se rapportent à des prestations antérieures à l'exercice budgétaire de référence et doivent de ce fait être neutralisés. Selon cette acception, les dépenses totales de l'assurance maladie-maternité se seraient élevées à 1808 millions d'euros en 2007. Le montant correspondant relatif à 2008 atteindrait quant à lui 1932 millions d'euros selon le budget de l'assurance maladie-maternité. La hausse nominale atteint donc bien 6,9%.

Le surplus des administrations publiques passerait en effet de 1,3% du PIB en 2007 à 0,9% du PIB en 2008, sous l'effet déterminant des mesures nouvelles adoptées à l'occasion du projet de budget 2008. Il s'agit:

- (i) de l'instauration en lieu et place d'un bonus pour enfants;
- (ii) de l'indexation partielle, à raison de 6%, des barèmes de l'impôt sur les traitements et salaires;
- (iii) de la diminution de 1 à 0,5% du taux du droit d'apport.

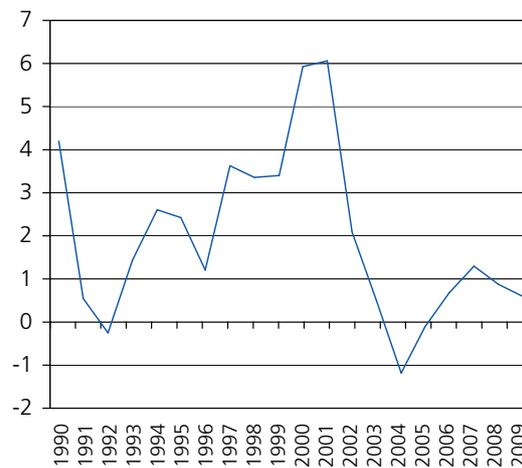
Ces mesures se monteraient au total à environ 0,9% du PIB, cet impact étant partiellement amorti par une progression significative du produit de l'impôt retenu sur les revenus de capitaux suite à la finalisation de la fusion d'Arcelor et de Mittal. L'estimation à 0,9% de l'impact précité des nouvelles mesures repose sur le chiffre figurant au projet de budget de l'impact de l'indexation, qui paraît à première vue élevée.

Pour 2009, une légère détérioration du surplus des administrations publiques par rapport à 2008 se dessine, passant de 0,9% à 0,6%. Cette détérioration est principalement liée à l'introduction du statut unique pour les salariés du secteur privé qui devrait devenir effectif à partir de 1^{er} janvier 2009. Cette réforme comporte notamment la prolongation du salaire en cas d'absence d'un salarié pour cause de maladie et une modification du régime des heures supplémentaires.

Le graphique suivant illustre l'évolution des soldes budgétaires des administrations publiques.

Graphique 33

Evolution des soldes budgétaires des administrations publiques (pourcentages du PIB)

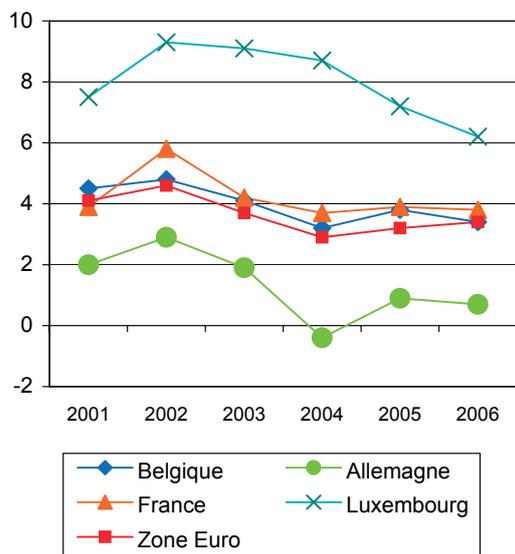


Sources: STATEC, calculs BCL.

La progression nominale des dépenses courantes (qui pèsent lourdement sur le budget de l'Etat) a été dans le passé fort dynamique. Le graphique suivant illustre que cette progression est nettement plus élevée au Luxembourg que dans les pays voisins ou que dans l'ensemble de la zone euro. Le différentiel ne peut s'expliquer par la progression plus soutenue de la population au Luxembourg (de l'ordre de 0,5% par an de plus que la zone euro, en moyenne, sur la période 2002-2006). De même, si la croissance économique semble structurellement plus élevée au Luxembourg, il serait pourtant périlleux de hisser durablement la progression des dépenses au niveau de celle du PIB puisqu'il est notoirement difficile d'ajuster les dépenses à la baisse en période de ralentissement économique. Tout effort de consolidation doit donc principalement porter sur les dépenses courantes.

Graphique 34

Progression nominale des dépenses courantes des administrations publiques

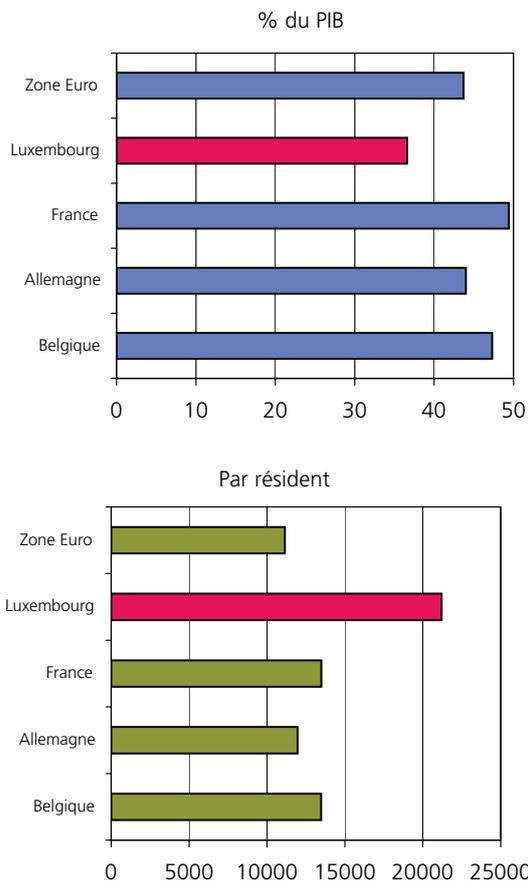


Sources: Eurostat, STATEC.

En outre, si les dépenses exprimées en pourcentages du PIB sont relativement basses au Luxembourg, ce ratio est tronqué par le grand nombre de travailleurs frontaliers. Si ces derniers représentaient 38% de l'emploi total en 2006, ils n'absorbent que 17% des prestations du régime général de pension et des dépenses totales de l'assurance maladie-maternité. En d'autres termes, ils contribuent plus à accroître le dénominateur du ratio dépenses/PIB que le numérateur. Les dépenses courantes des administrations publiques en euros par résident après correction pour les dépenses de santé et de pension allouées aux non-résidents sont quant à elles beaucoup plus élevées au Luxembourg que dans les pays voisins ou dans l'ensemble de la zone euro (voir graphique suivant).

Graphique 35

Dépenses courantes des administrations publiques (en pourcentage du PIB et montants absolus par résident (euros), année 2005)



Sources: STATEC, Eurostat, calculs BCL.

Note: Pour le Luxembourg, les dépenses de sécurité sociale des frontaliers ont été exclues des montants absolus par habitants afin de ne pas biaiser ce ratio vers le haut. Il est supposé que les frontaliers ne représentent qu'une part réduite des autres dépenses courantes.

De surcroît, compte tenu de la volatilité de la croissance du PIB, il peut paraître hasardeux d'aligner l'évolution des dépenses sur celle du PIB. Ce faisant, les pouvoirs publics risquent d'introduire des rigidités qui subsisteront même en cas de ralentissement durable de la croissance, avec à la clef un dérapage difficilement compressible du ratio des dépenses courantes au PIB et un effet d'éviction des dépenses les plus productives – en premier lieu les investissements publics – ainsi qu'une hausse de la pression fiscale dommageable à la productivité. Il serait préférable

de mettre en œuvre sans tarder une norme de croissance des dépenses courantes des administrations publiques, en vertu de laquelle ces dépenses ne pourraient excéder la progression moyenne des dépenses équivalentes observée dans les pays voisins et/ou dans l'ensemble de la zone euro. Cette norme pourrait s'appliquer sur des fenêtres mobiles de trois ou quatre ans. Elle pourrait par ailleurs être corrigée vers le haut, afin de prendre en compte la progression de la population tendanciellement plus forte au Luxembourg. Les pensions et autres prestations sociales pourraient éventuellement faire l'objet d'un encadrement spécifique – dans le respect absolu de l'impératif de soutenabilité à terme – car elles obéissent à des déterminants particuliers. Les économies engendrées par une telle norme d'évolution des dépenses seraient mises en réserve pour pallier un éventuel infléchissement de la croissance économique future. Les dépenses d'investissement n'étant pas intégrées à la norme, elles pourraient davantage être calibrées en fonction des besoins en infrastructures, qui dépendent en partie du rythme de croissance économique – notamment les infrastructures routières et ferroviaires, qui sont notamment tributaires du nombre de frontaliers.

Pour conclure, l'endiguement observé depuis 2005 de la détérioration des finances publiques est très fragile, car il repose davantage sur une vive progression des recettes que sur la mise en œuvre de réformes structurelles. Les facteurs qui sont à la base de la croissance soutenue des recettes, à savoir conjoncture favorable et le grand dynamisme des marchés financiers en 2006 et 2007, sont d'ailleurs susceptibles de s'estomper à moyen ou même à court terme. Les récents développements dans le secteur financier soutiennent cette hypothèse. Le Comité pour le Développement de la Place Financière met en évidence dans une publication récente la forte dépendance de l'économie luxembourgeoise vis-à-vis de la place financière. Si le dynamisme de la place constitue fondamentalement un atout de taille pour l'économie luxembourgeoise, l'importance du secteur financier pourrait également accroître la vulnérabilité des finances publiques à d'éventuels retournements des marchés financiers. Ce risque spécifique doit inciter les autorités à mettre en œuvre une politique budgétaire rigoureuse, qui permette de faire face efficacement à de tels chocs si d'aventure ils devaient se manifester.