



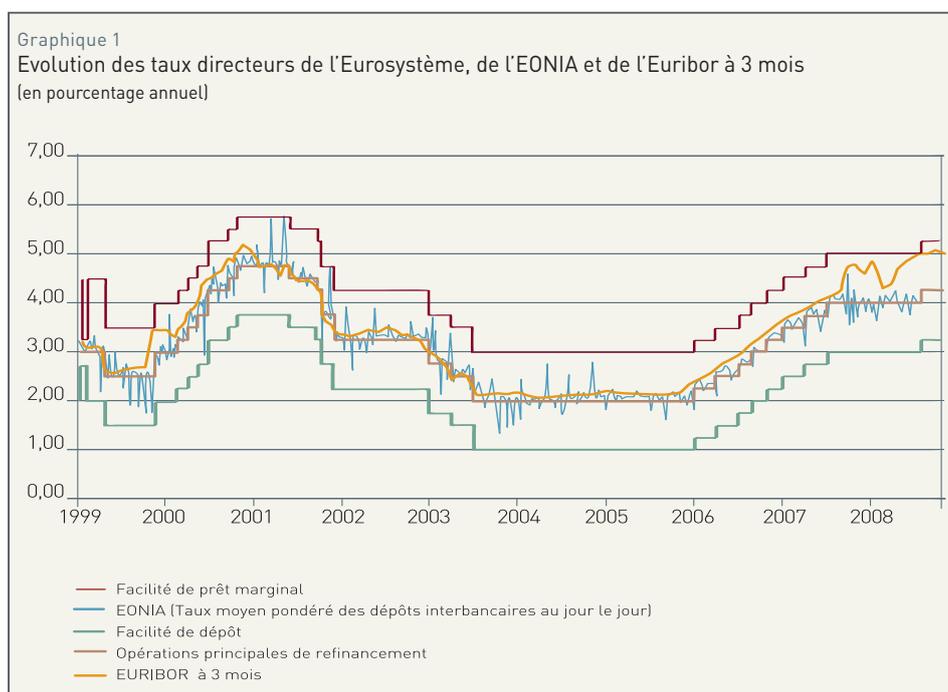
**1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE**

1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	14
1.2	Les taux d'intérêt des institutions financières et monétaires de la zone euro	17
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	17
1.4	Les marchés boursiers	18
1.5	Les taux de change de l'euro	19
1.6	L'évolution des prix à la consommation	21
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	22
1.8	Les projections pour la zone euro	24
1.9	Le commerce extérieur	25
1.10	La balance des paiements	26
2	La situation économique au niveau de la Grande Région	28
3	La situation économique au Luxembourg	31
3.1	L'évolution des prix et des coûts	31
3.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	31
3.1.2	Les prix à la production industrielle	39
3.2	L'industrie	40
3.3	La construction	41
3.4	Le commerce et les autres secteurs	44
3.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	45
3.6	Le marché du travail	46
3.6.1	L'emploi	46
3.6.2	Le chômage	47
3.6.3	Les coûts salariaux	48
3.7	Le secteur financier	49
3.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	49
3.7.2	L'effectif dans les établissements de crédit	50
3.7.3	Le bilan des établissements de crédit	51
3.7.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	61
3.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	63
3.7.6	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	65
3.7.7	Les organismes de placement collectif	68
3.8	Le commerce extérieur	71
3.9	La balance des paiements	71
3.9.1	Le compte courant	71
3.9.2	Le compte financier	72
3.10	La croissance économique	73
3.11	Retour sur les projections macro-économiques de l'été 2008	74
3.12	Les finances publiques	76

# 1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

## 1.1 LES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME ET LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a relevé le taux de soumission minimal des opérations principales de refinancement de 25 points de base en juillet 2008, le portant à 4,25%. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été portés, respectivement, à 3,25% et 5,25%. Cette décision fut prise afin d'empêcher des effets de second tour généralisés et de contrer le renforcement des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs de la BCE est fermement déterminé à assurer un ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et long termes à un niveau compatible avec la stabilité des prix.



L'inflation demeure nettement supérieure au niveau compatible avec la stabilité des prix. La progression annuelle de l'IPCH s'est établie à 3,7% au deuxième trimestre et à 4,0% en juillet ; selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression annuelle de l'IPCH s'est inscrite à 3,8% en août. Les niveaux élevés des taux d'inflation sont largement imputables aux fortes hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires intervenues précédemment au niveau mondial. De plus, la hausse des salaires s'est accentuée au cours des derniers trimestres, parallèlement à un ralentissement de la croissance de la productivité du travail, conduisant à de fortes hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Sources: BCE, Bloomberg

L'inflation devrait d'ailleurs demeurer à un niveau bien supérieur à celui compatible avec la stabilité des prix pendant un certain temps. Par rapport aux projections de juin, le point médian des projections d'inflation a été revu à la hausse pour l'année en cours ainsi que pour l'année à venir. Selon les projections du mois de septembre, la progression annuelle de l'IPCH devrait se situer entre 3,4% et 3,6% en 2008, et entre 2,3% et 2,9% en 2009. La révision à la hausse des projections d'inflation pour 2008 et 2009 reflète essentiellement la hausse des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix des produits alimentaires et des services plus élevés qu'anticipé antérieurement. Plusieurs risques à la hausse subsistent. Ces risques recouvrent notamment la possibilité de nouveaux renchérissements des prix des matières premières et celle que les hausses antérieures continuent d'avoir des effets indirects plus forts sur les prix à la consommation. En particulier, un éventuel renforcement des tensions inflationnistes découlant d'effets de second tour qui affecteraient plus généralement qu'auparavant les processus de fixation des prix et des salaires suscite de vives préoccupations. Finalement, les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix pourraient être aggravés par des relèvements imprévus de la fiscalité indirecte et des prix administrés.

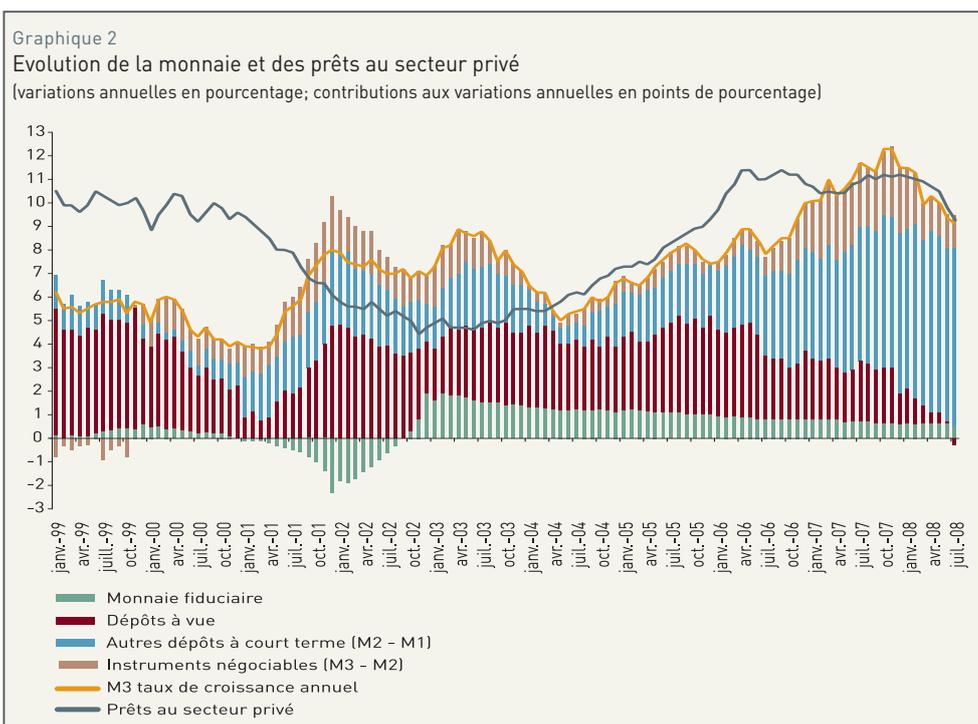
Pour ce qui est de l'activité économique, le PIB en volume de la zone euro s'est contracté de 0,2% au deuxième trimestre 2008. Cette évolution reflète en partie une réaction technique attendue à la forte progression de 0,7% observée au premier trimestre ainsi que les effets modérateurs exercés par des facteurs internationaux et internes, notamment les effets directs et indirects des cours élevés des matières

premières. En particulier, les hauts niveaux des prix des matières premières pèsent sur la confiance des consommateurs et sur la demande, alors que la croissance de l'investissement s'est également ralentie. L'économie de la zone euro connaît actuellement une période d'atonie de l'activité économique, période qui devrait être suivie par une reprise progressive. Le recul des cours du pétrole par rapport aux niveaux atteints dans la première moitié du mois de juillet, dans la mesure où il s'avère durable, contribuera à renforcer le revenu disponible des ménages en termes réels. De plus, la croissance de l'économie mondiale devrait rester relativement solide pour soutenir ainsi la demande étrangère de biens et de services adressée à la zone euro, ainsi que l'investissement.

Alors que tout au long de l'année passée les projections trimestrielles de l'Eurosystème tablaient sur une croissance économique soutenue, les projections macroéconomiques de septembre prévoient une croissance annuelle moyenne du PIB en volume comprise entre 1,1% et 1,7% en 2008 et entre 0,6% et 1,8% en 2009 ; par rapport aux projections de juin, les fourchettes des projections macroéconomiques ont donc été revues à la baisse pour l'année en cours ainsi que pour l'année prochaine. Plusieurs risques à la baisse subsistent et le Conseil des gouverneurs estime que l'incertitude entourant ces perspectives d'activité économique est particulièrement élevée au stade actuel. En particulier, de nouveaux renchérissements des prix de l'énergie et des produits alimentaires sont susceptibles de modérer la consommation ainsi que l'investissement. Des risques à la baisse continuent d'être liés à la possibilité que les tensions observées sur les marchés de capitaux exercent une incidence plus négative que prévu actuellement sur l'économie réelle ; les tensions financières continuent d'ailleurs à se traduire sur le taux moyen pondéré des dépôts interbancaires au jour le jour (EONIA), bien que dans une moindre mesure, alors que l'EURIBOR à trois mois s'inscrit toujours à des niveaux élevés. Finalement, des risques à la baisse découlent de la possibilité d'ajustements perturbateurs liés aux déséquilibres mondiaux ainsi que d'une éventuelle montée des pressions protectionnistes.

L'analyse monétaire confirme l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen et long termes. L'expansion des agrégats monétaires et du crédit s'inscrit toutefois dans le cadre d'une tendance baissière des taux de croissance annuels respectifs. Au deuxième trimestre, l'agrégat large (M3) a progressé de 9,9%, pour s'inscrire à 9,3% en juillet ; le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé s'est établi à 10,4% entre avril et juin, et à 9,4% en juillet. En guise de comparaison, en 2007 les progressions annuelles de M3 et des prêts au secteur privé s'étaient établies respectivement à 11,1% et 10,8%.

A noter que la progression de M3 surestime sans doute toujours la tendance d'expansion monétaire sous-jacente, ceci étant imputable à l'effet stimulant d'une courbe des rendements relativement aplatie et à d'autres facteurs temporaires. En effet, le profil plat, voire inversé de la courbe de rendements implique une certaine réallocation de portefeuille du fait que les dépôts et titres à court



Source: BCE



terme inclus dans M3 sont plus attractifs que les dépôts et les titres à plus long terme (et donc plus risqués) non inclus dans l'agrégat large. En même temps, des réallocations d'actifs au détriment des dépôts à vue continuent à réduire le taux de progression annuelle de l'agrégat étroit M1. Néanmoins, même en tenant compte de ces effets, une évaluation globale des données les plus récentes confirme que le taux sous-jacent de la croissance monétaire demeure élevé.

Le graphique montre que la modération de la contribution de l'agrégat étroit M1 (composé de « monnaie fiduciaire » et « dépôts à vue ») à l'agrégat large M3 s'est poursuivie ces derniers mois. Le taux de croissance annuelle de M1 ne fut que de 2,0% au deuxième trimestre 2008 ; il s'est inscrit à 0,5% en juillet.

Si la progression de l'agrégat étroit M1 s'est nettement ralentie, celle des autres dépôts à court terme (M2-M1) fut d'autant plus vigoureuse : le taux de croissance annuelle relatif à ces dépôts s'est inscrit à 18,9% dans la première moitié de l'année, par rapport à 14,4% en 2007 ; la progression annuelle de M2-M1 s'est établie à 19,6% en juillet 2008. L'impact de la croissance dynamique de ces dépôts sur l'agrégat large est donc d'autant plus considérable, comme souligné par le graphique qui montre bien à quel point M2-M1 a soutenu la croissance de l'agrégat large. Quant aux sous-composantes de M2-M1, c'est-à-dire les dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, ce sont surtout ces premiers qui sont responsables de la forte expansion de l'agrégat. En effet, les dépôts à préavis ont continué à se replier, alors que la croissance annuelle des dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans a dépassé 40% pour s'établir à 39,1% en juillet. Ces évolutions respectives sont attribuables à un écart de rendement qui joue en faveur des dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans.

La croissance annuelle des instruments négociables M3-M2 s'est modérée au deuxième trimestre, s'inscrivant à 10,0% avant de fléchir davantage pour passer à 9,2% en juillet. Ces développements sont attribuables à la modération de l'évolution de deux des trois sous-composantes de M3-M2. En effet, le taux de croissance annuelle des titres d'OPCVM monétaires s'est ralenti depuis le début de l'année, passant de 10,0% au premier trimestre à 4,5% au deuxième ; en juillet, la progression annuelle des titres d'OPCVM fut de 7,3%. Alors que la progression annuelle des titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans s'est également ralentie depuis le début de l'année, elle demeure toutefois importante, étant passée de plus de 50% en 2007 à 21,7% au premier semestre 2008 et s'inscrivant à 22,9% en juillet.

En ce qui concerne les contreparties de M3, on constate que les prêts au secteur privé affichent une tendance baissière depuis le début de l'année, s'établissant à 9,4% en juillet. La décomposition sectorielle indique que le taux de croissance annuelle des prêts aux sociétés non-financières (SNF) a légèrement fléchi au deuxième trimestre tout en continuant à s'inscrire à des niveaux élevés ; en effet, la progression annuelle des prêts aux SNF est passée de 14,7% au premier trimestre à 14,2% au deuxième, pour s'établir à 13,2% en juillet. D'ailleurs, le durcissement des critères d'octroi de crédit qui ressort de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro va dans le sens d'un ralentissement de la croissance de ces prêts à l'avenir. Quant à la croissance annuelle des prêts aux ménages, elle a continué sur sa trajectoire baissière entamée en 2006, tant du côté des prêts immobiliers que du côté des crédits à la consommation ; la progression des prêts immobiliers a d'ailleurs atteint son creux historique en juillet, à 4,3%.

Le recoupement des conclusions de l'analyse économique avec celles de l'analyse monétaire confirme ainsi pleinement l'existence de risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs de la BCE continue à suivre très attentivement l'ensemble des évolutions.

## 1.2 LES TAUX D'INTÉRÊT DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES ET MONÉTAIRES DE LA ZONE EURO

L'ensemble des taux débiteurs et créditeurs des banques de la zone euro, à l'exception des crédits à la consommation, affichent une tendance haussière au premier semestre 2008.

Ainsi, le coût des crédits immobiliers à taux variable est passé de 5,32% à 5,47% entre décembre 2007 et juin 2008, soit une progression de 15 points de base. La fin du premier semestre 2008 avait néanmoins été marquée par un recul du coût des crédits immobiliers (5,20% en mars contre 5,32% en janvier). Les hausses observées en avril (+3 points de base), mais surtout en mai (+11 points de base) et en juin (+13 points de base) ont anticipé celle du taux de l'Eurosystème survenue en juillet. De plus, l'environnement économique plus incertain a incité les banques de la zone euro à une plus grande vigilance vis à vis du risque de crédit.

Après la forte hausse affichée entre décembre 2007 (6,93%) et février 2008 (7,24%) le coût des crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, a progressivement diminué, pour atteindre 6,91% en juin 2008. Cette baisse peut être mise en relation avec celle des taux du marché pour les maturités correspondantes.

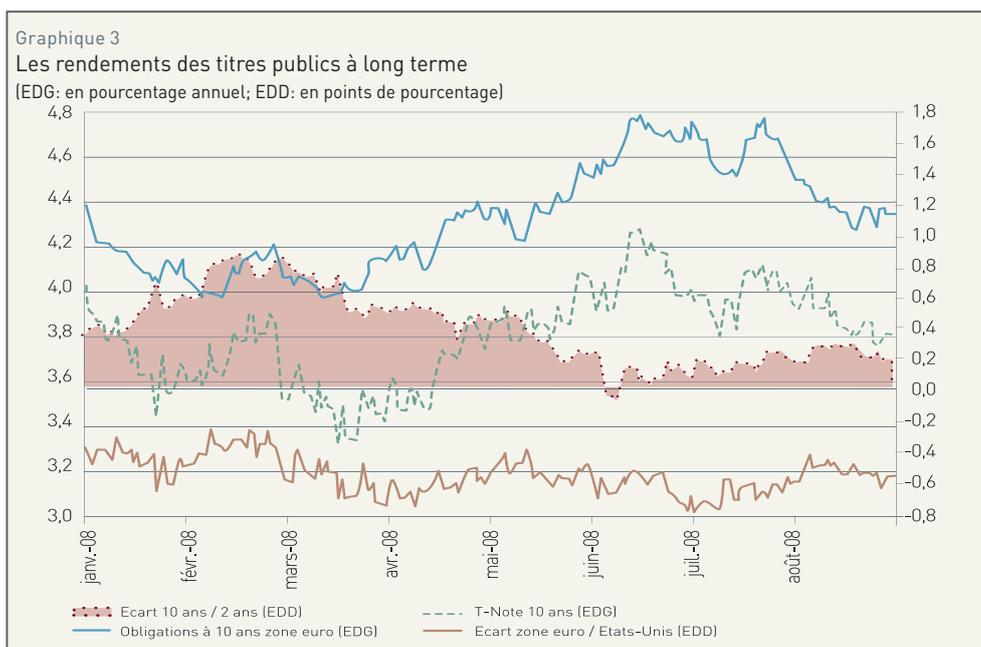
Le coût de la catégorie des autres crédits, c'est-à-dire des crédits non liés à la consommation ou à l'immobilier, a progressé de 35 points de base entre décembre 2007 (5,67%) et juin 2008 (6,02%). L'impact de la hausse du coût du risque est sans doute à l'origine de cette hausse importante des taux débiteurs sous cette catégorie.

Finalement, tandis que le coût des crédits d'un montant supérieur à un million d'euros, à destination des sociétés non financières (SNF), demeurait inchangé entre décembre 2007 et juin 2008 (5,35%), celui des crédits d'un montant inférieur à un million d'euros progressait de huit points de base, passant de 6,08% à 6,16%.

La rémunération des dépôts des SNF n'a que faiblement progressé entre décembre 2007 (4,26%) et juin 2008 (4,28%) tandis que celle des dépôts des ménages a progressé de 15 points de base, passant de 4,28% à 4,43%.

## 1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Fin-août 2008, les rendements des titres publics à long terme aux Etats-Unis et ceux de la zone euro se sont inscrits respectivement à 3,81% et 4,34%. L'écart de rendement s'est donc creusé davantage depuis fin-mai, pour s'établir à 53 points de base en fin de période. Globalement, entre fin-mai et fin-août, l'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans n'a guère changé dans la zone euro.



Sources: Bloomberg, BCE

Dans la première moitié du mois de juin, les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro ont poursuivi leur tendance haussière entamée après l'atténuation des perturbations sur les marchés de capitaux vers la mi-mars. Ces hausses reflétaient largement le renforcement, par les intervenants de marché, des anticipations de hausse des taux directeurs de part et d'autre de l'Atlantique, notamment en raison des pressions inflationnistes accrues. A partir de mi-juin, cette tendance haussière s'est toutefois interrompue, voire même inversée. Cette inversion de tendance découlait de nouvelles perturbations sur les marchés de capitaux, du repli des cours boursiers et, dans la zone euro, d'une dégradation partielle des perspectives de croissance.

En juillet, les marchés obligataires ont affiché une forte volatilité. Les éléments susmentionnés ont d'abord continué à exercer un effet baissier sur les rendements. Suite à la conférence de presse de la BCE début juillet, les opérateurs de marché ont atténué leurs anticipations quant à une nouvelle hausse des taux directeurs dans la zone euro, ce qui a exercé un effet baissier supplémentaire sur les rendements des titres publics de la zone euro. Courant juillet, ce mouvement fut encore renforcé par de nouvelles inquiétudes concernant la santé financière des groupes américains de refinancement hypothécaire. Néanmoins, à partir de la mi-juillet, les rendements obligataires à long-terme de la zone euro et aux Etats-Unis se sont brièvement tendus suite à la publication de résultats plus propices que prévus par certaines banques d'investissement, ce qui rassurait les investisseurs quant à l'évolution future des turbulences financières. Un renforcement des craintes inflationnistes, notamment suite à la publication de données défavorables sur l'évolution des prix à la production dans un grand pays de la zone euro, exerça un effet haussier supplémentaire sur les rendements obligataires de la zone euro ; cependant, cet effet a sans doute été mitigé par le repli des cours du pétrole. Ensuite, les rendements obligataires à long terme se sont rapidement repliés, notamment pour ce qui est des rendements de la zone euro. L'écart de rendement entre les obligations à dix ans aux Etats-Unis et dans la zone euro a fléchi entre fin-juin et fin-juillet, passant de 76 à 58 points de base.

Le recul des rendements obligataires s'est largement poursuivi en août. Ce mouvement baissier, déjà entamé en juillet, fut d'autant plus prononcé dans la zone euro. En effet, au cours de quelques semaines les rendements obligataires à long terme de la zone euro ont reculé de presque 50 points de base,

avant de se stabiliser au cours de la deuxième moitié du mois d'août ; pendant cette même période, les rendements sur les titres publics américains n'ont fléchi que d'environ 30 points de base. Ces développements sont attribuables à l'assombrissement des perspectives de croissance, notamment dans la zone euro, ainsi qu'à la persistance des turbulences financières. Aux Etats-Unis, les développements relatifs au secteur immobilier, notamment en ce qui concerne les groupes de refinancement hypothécaire, demeuraient peu propices ; néanmoins, les données macroéconomiques dans leur ensemble étaient généralement plus contrastées que dans la zone euro.

#### 1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

Entre fin-mai et fin-août, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro ont globalement chuté : l'indice Dow Jones EuroStoxx a reculé de 12,4%, alors que le S&P500 et le Nikkei 225 ont fléchi de 8,4% et de 8,8% respectivement. Mi-juillet, le Dow Jones EuroStoxx et le S&P500 ont d'ailleurs atteint leur creux de l'année, à 296,6 et 1 214,91 points respectivement ; en fin de période, l'indice américain et celui de la zone euro ont toutefois rebondi pour s'inscrire à respectivement 1 282,83 et 319,45 points. L'indice japonais, qui avait atteint son creux de l'année en mars, a également rebondi pour clôturer la



Sources: BCE, Bloomberg

période sous revue à 13 072,87 points. La volatilité sur les marchés boursiers s'est d'ailleurs accrue dans la période sous revue, sans toutefois atteindre les niveaux élevés enregistrés en janvier.

Les trois indices boursiers ont enregistré des pertes considérables en juin, continuant ainsi leur repli généralisé observable depuis les mois d'été 2007, repli qui s'est toutefois nettement accéléré depuis le début de l'année. En un seul mois, le S&P500 et le Dow Jones EuroStoxx ont perdu presque 9% et 12% respectivement, notamment suite à la détérioration des bénéfices effectifs déclarés par les grandes banques américaines ; le Nikkei 225 a fléchi de 6% en juin. La flambée des prix pétroliers et, dans la zone euro, la dégradation partielle des perspectives économiques, ont également pesé sur les cours.

Le repli des principaux indices boursiers s'est poursuivi dans la première moitié du mois de juillet, renforcé par de nouvelles inquiétudes relatives aux turbulences financières, notamment en ce qui concerne les groupes américains de refinancement hypothécaire. Vers la mi-juillet, les cours boursiers se sont toutefois à nouveau inscrits en hausse dans le sillage d'un recul des prix pétroliers et notamment suite à la publication de résultats plus propices que prévus par certaines banques d'investissement. Globalement, les trois indices boursiers n'ont guère changé en juillet, en dépit d'une forte volatilité.

Début août, les cours ont été soutenus par la décision du Comité fédéral de l'*open market* de maintenir ses taux d'intérêt inchangés, ainsi que par les anticipations des intervenants de marché concernant l'orientation future de la politique monétaire aux Etats-Unis. Tout au long du mois, d'autres éléments ont cependant exercé un effet baissier sur les marchés boursiers. La chute des prix pétroliers, observable depuis la mi-juillet, prit fin courant août et freina ainsi le rebond des cours boursiers en ravivant les craintes inflationnistes, conduisant ainsi à des révisions à la baisse des estimations des bénéfices. L'assombrissement des perspectives économiques dans la zone euro a davantage freiné le rebond éphémère du Dow Jones EuroStoxx discernable depuis mi-juillet, alors que les développements relatifs au secteur immobilier, notamment en ce qui concerne les groupes de refinancement hypothécaire aux Etats-Unis, continuaient à peser sur l'indice américain. Plus généralement, l'incertitude ainsi que les abandons et réductions de créances dans le secteur financier ont pesé sur les cours en août.

## 1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO

Entre fin-mai et début-août, l'euro s'est d'abord stabilisé dans une fourchette relativement étroite, tant en termes effectifs que bilatéralement face au dollar américain, à la livre sterling et au franc suisse ; en août, la monnaie unique s'est toutefois rapidement repliée par rapport au dollar et au yen, ainsi qu'en termes effectifs, alors qu'elle s'est appréciée face à la livre sterling. Ces évolutions font suite à une période lors de laquelle la monnaie unique s'est globalement appréciée face à plusieurs devises étrangères, notamment face au dollar américain.

Par rapport à la devise américaine, l'euro a évolué dans une fourchette comprise entre USD 1,45 et USD 1,60 ; face à la livre sterling, la monnaie unique a évolué à l'intérieur d'une fourchette de GBP 0,74 et GBP 0,81.

Le taux de change effectif nominal (TCEN) de l'euro a plus ou moins suivi l'évolution de ses principales composantes, dont surtout le dollar américain ; entre fin-mai et fin-août, le TCEN s'est globalement replié de 1,6%. En fin de période, l'euro s'est établi à USD 1,47, à GBP 0,81, à JPY 159,65 et à CHF 1,62.

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



Sources: Bloomberg, BCE



Début juin, le TCEN s'est d'abord inscrit en hausse suite à la conférence de presse de la BCE qui a conduit à une révision, par les intervenants de marché, des anticipations quant à un resserrement de la politique monétaire. Bilatéralement, l'euro s'apprécia face au dollar américain, ainsi que vis-à-vis du yen japonais en vertu de son attractivité accrue dans le cadre des opérations de portage («carry trades») qui consistent à tirer parti de l'écart de rendement sur les instruments libellés en différentes devises. Par la suite, la montée des craintes inflationnistes aux Etats-Unis et notamment l'évolution des anticipations de politique monétaire ont contribué à l'affaiblissement de l'euro face à la devise américaine. Néanmoins, la publication vers la mi-juin de données défavorables sur l'évolution des prix à la consommation dans la zone euro a ensuite exercé un effet opposé et l'euro s'est à nouveau inscrit en hausse, tant en termes effectifs que bilatéralement face au dollar américain et, dans une moindre mesure, contre le yen japonais.

En juillet, l'évolution adverse des prix à la production dans la zone euro exerçait d'abord une influence haussière sur les cours de change de l'euro, mouvement qui fut toutefois contrecarré par la publication de données favorables sur le marché du travail américain. Suite à la conférence de presse de la BCE début juillet, les opérateurs de marché ont révisé leurs anticipations quant à une nouvelle hausse des taux directeurs dans la zone euro, ce qui a exercé un effet baissier sur les taux de change de l'euro. Courant juillet, ce mouvement fut toutefois inversé par de nouvelles inquiétudes concernant la santé financière des groupes américains de refinancement hypothécaire. Alors que certaines banques d'investissement publiaient d'abord des résultats propices, les inquiétudes relatives aux perturbations financières s'exacerbèrent à nouveau suite à la publication de résultats moins favorables quelques jours plus tard seulement. Néanmoins, les craintes des intervenants de marché quant aux perspectives économiques dans la zone euro commencèrent à peser sur la monnaie unique qui, fin juillet, se déprécia par rapport au dollar américain. Si courant juillet l'euro a atteint son sommet de l'année face au yen japonais, il commençait toutefois à se replier contre la devise nipponne vers la fin du mois.

En août, l'euro s'est effrité par rapport au dollar américain et au yen japonais. Ces développements sont entre autres imputables à l'assombrissement des perspectives économiques dans la zone euro, ainsi qu'aux anticipations de politique monétaire qui en découlent ; la chute de l'euro par rapport au yen japonais est cependant à comprendre dans le cadre d'un dénouement des opérations de portage. Dans la deuxième moitié du mois, l'euro s'est stabilisé par rapport au dollar américain, alors qu'il s'est rapidement apprécié par rapport à la livre sterling suite à la détérioration des perspectives de croissance au Royaume-Uni.

En ce qui concerne les devises ayant participé au mécanisme de change européen (MCE II) – c'est-à-dire la couronne slovaque, la couronne danoise, le litas lituanien, le lats letton et la couronne estonienne – elles sont restées stables face à l'euro et ont continué à s'échanger à des niveaux proches de leur cours pivot respectif. En particulier, suite à la réévaluation de 17,6472% de son cours pivot au sein du MCE II avec effet au 29 mai, la couronne slovaque est restée très proche de son nouveau cours pivot. Sur la base de l'examen des résultats des rapports de convergence respectifs de la BCE et de la Commission européenne, cette dernière a conclu que la Slovaquie avait rempli les conditions nécessaires à l'adoption de la monnaie unique. Le 8 juillet, le Conseil de l'Union européenne a adopté une décision autorisant la Slovaquie à adopter l'euro comme monnaie officielle au 1<sup>er</sup> janvier 2009. Le taux de conversion correspond au cours pivot actuel au sein du MCE II (SKK 30,1260).

S'agissant des autres devises de l'Union européenne hors MCE II, globalement entre le 31 mai et le 31 août, l'euro a fléchi de 1,0% face à la couronne tchèque, de 1,3% face au zloty polonais, de 1,5% par rapport au forint hongrois et de 2,6% contre le leu roumain ; la monnaie unique est restée inchangée par rapport au lev bulgare, alors qu'elle s'est appréciée de 1,3% face à la couronne suédoise.

## 1.6 L'ÉVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION

En juillet 2008, l'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est établie à 4,0%, sans changement par rapport au mois précédent. Ce taux constitue un pic historique pour la période de neuf ans débutant avec la phase III de l'UEM en 1999. L'inflation est restée nettement supérieure au niveau compatible avec la stabilité des prix depuis l'automne dernier. Ce niveau préoccupant de l'inflation résulte principalement des hausses prononcées des prix de l'énergie et des produits alimentaires au niveau mondial.

En effet, le taux de croissance annuel des prix de l'énergie recensés dans l'IPCH a sensiblement augmenté depuis l'automne 2007, s'établissant à 17,1% en juillet 2008, alors qu'un an auparavant une progression nulle avait été enregistrée. Le taux mensuel de 1,3% de la composante énergétique en juillet 2008 constitue la septième hausse consécutive.

Le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires transformés a fortement augmenté au deuxième semestre 2007, essentiellement sous l'effet du renchérissement rapide des prix de certaines matières premières agricoles. La hausse en rythme annuel de cette composante de l'IPCH s'est encore accentuée au cours des sept premiers mois de l'année 2008 pour s'établir à 7,2% en juillet.

Les prix des produits alimentaires transformés ont été un des principaux facteurs à l'origine de l'accélération du rythme de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie observée fin 2007. Ce taux de progression a fluctué autour de 2,5% depuis le début de l'année 2008.

Les taux annuels des prix des produits alimentaires non transformés sont demeurés élevés au début de l'année 2008, avant d'accélérer encore en juin et juillet à respectivement 4,0% et 4,4% en raison de tensions à la hausse liées aux évolutions survenues précédemment sur les marchés des matières premières alimentaires.

En revanche, les prix des produits manufacturés hors énergie ont affiché des taux annuels modérés depuis le début 2008, compris entre 0,5% et 0,9%, malgré un renforcement des tensions en amont de la chaîne de production, tensions qui trouvent leur origine principale dans le renchérissement des matières premières.

Enfin, les hausses annuelles des prix des services sont demeurées élevées au cours des sept premiers mois de 2008 avec des valeurs proches de 2,5%, niveau autour duquel elles varient globalement depuis le début 2007. L'évolution récente des prix de certaines catégories de services pourrait témoigner de l'augmentation des tensions sur les coûts découlant de la hausse des cours du pétrole et des produits alimentaires.

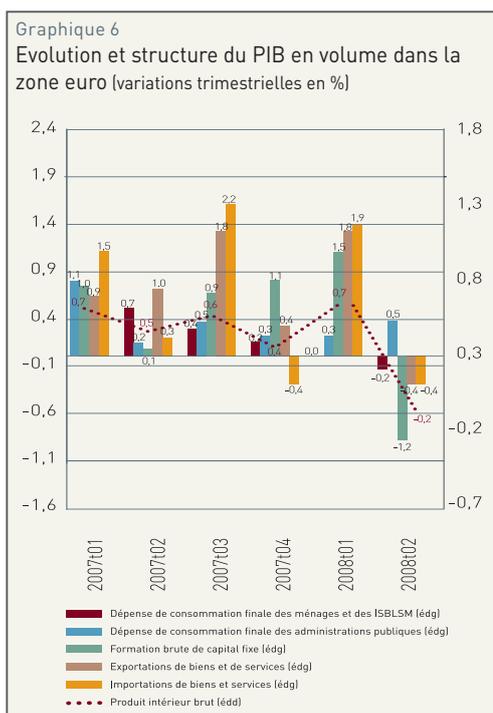
Tableau 1  
Evolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro  
(taux de variation annuels)

	2006	2007	2007 T1	2007 T2	2007 T3	2007 T4	2008 T1	2008 T2	2008 janv.	2008 févr.	2008 mars	2008 avril	2008 mai	2008 juin	2008 juil.	2008 août
<b>IPCH global</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>
Dont																
Produits alimentaires non transformés	2,8	3,0	3,1	3,3	2,4	3,1	3,5	3,7	3,3	3,3	3,8	3,1	3,9	4,0	4,4	
Produits alimentaires transformés	2,1	2,8	2,1	2,0	2,5	4,5	6,4	6,9	5,9	6,5	6,8	7,0	6,9	7,0	7,2	
Produits manufacturés hors énergie	0,6	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	0,8	0,8	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7	0,8	0,5	
Energie	7,7	2,6	1,1	0,5	0,7	8,1	10,7	13,6	10,6	10,4	11,2	10,8	13,7	16,1	17,1	
Services	2,0	2,5	2,4	2,6	2,5	2,5	2,6	2,4	2,5	2,4	2,8	2,3	2,5	2,5	2,6	
<b>IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	

Source: Eurostat

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la progression annuelle de l'IPCH global est revenue à 3,8% en août 2008. Une ventilation détaillée des composantes de l'IPCH ne sera disponible que mi-septembre.

Selon les récentes projections des services de la BCE, le glissement annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 3,4% et 3,6% en 2008, et entre 2,3% et 2,9% en 2009. Par rapport aux projections des services de l'Eurosystème de juin 2008, ces fourchettes impliquent une révision à la hausse du profil de progression de l'IPCH. Les risques pour la stabilité des prix à l'horizon de moyen terme demeurent nettement orientés à la hausse. Ces risques comprennent la possibilité de nouveaux renchérissements de l'énergie et des produits alimentaires et d'une augmentation des effets indirects sur les prix à la consommation. Il existe également de vives préoccupations concernant un éventuel renforcement des tensions inflationnistes par le biais d'effets de second tour généralisés.



Source: Eurostat

## 1.7 L'ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION, DE LA DEMANDE ET DU MARCHÉ DU TRAVAIL

L'activité économique dans la zone euro a continué de croître à un rythme soutenu en 2007 (2,6% après 2,8% en 2006) ainsi qu'au premier trimestre de 2008. Les estimations relatives aux comptes nationaux pour le premier trimestre de 2008 témoignent d'une croissance de 0,7% en rythme trimestriel. Cette évolution favorable semble néanmoins en partie liée à des facteurs temporaires caractérisés par des conditions météorologiques exceptionnellement clémentes qui ont stimulé l'activité dans le secteur de la construction au début de l'année. L'estimation pour le deuxième trimestre de 2008 publiée par Eurostat affiche en effet un recul du PIB de la zone euro de 0,2% en glissement trimestriel, corroborant ainsi le scénario d'un trou d'air conjoncturel.

L'examen des différentes composantes du PIB révèle que l'évolution de la croissance au cours des deux premiers trimestres de 2008 a été essentiellement déterminée par le comportement de la demande intérieure. La contribution du solde commercial au cours de cette période a pour sa part été nulle en raison d'une évolution sensiblement identique des exportations et des importations.

L'investissement, qui constituait le principal pilier de la croissance domestique au cours du premier trimestre de 2008 (avec un taux de progression de 1,5% contre 1,1% au dernier trimestre de 2007), s'est nettement dégradé au cours du deuxième trimestre pour atteindre un taux de croissance trimestriel négatif de l'ordre de 1,2%. Ce retournement de tendance s'est produit sous l'effet de la contraction de l'activité dans l'industrie manufacturière et les services telle que révélée par l'indice composite des directeurs d'achats (PMI), ce dernier s'étant caractérisé par un nouveau repli en août et ce pour le troisième mois consécutif. Le secteur de la construction a lui aussi connu un fort recul au cours du deuxième trimestre, avec un taux de croissance négatif de 2,2% par rapport au trimestre précédent.

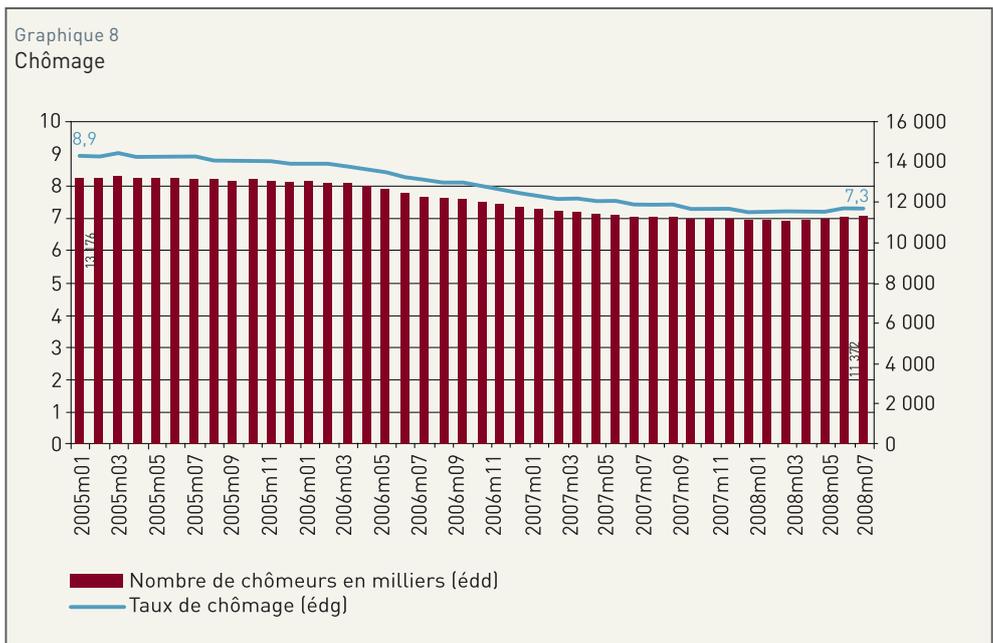
Par ailleurs, la croissance de la consommation privée qui s'était infléchie à la fin de l'année 2007, a continué de baisser au cours des deux premiers trimestres de 2008 pour atteindre un taux de croissance négatif de 0,2% en rythme trimestriel selon les dernières estimations d'Eurostat. Cette situation, qui s'explique par la dégradation du pouvoir d'achat des ménages inhérente à la hausse des prix des matières premières et des produits alimentaires, s'est traduite par un recul marqué des ventes de détail dans la zone euro au cours du deuxième trimestre. La dépense de consommation finale des administrations publiques a quant à elle légèrement compensé la contraction de l'activité qui s'est produite au cours du deuxième trimestre de 2008. Après avoir connu une augmentation de 0,3% au premier trimestre, cette composante de la demande intérieure a en effet affiché une croissance de 0,5% pour le deuxième trimestre.

La situation sur le marché du travail de la zone euro s'est nettement améliorée au cours des dernières années. Les données les plus récentes pour le début de l'année 2008, bien qu'elles témoignent d'un certain ralentissement de la progression, font toujours ressortir un accroissement du nombre d'emplois. La croissance de l'emploi dans la zone euro s'est

établie à environ 1,6% en glissement annuel et 0,3% en glissement trimestriel au cours du premier trimestre de 2008<sup>2</sup>. L'emploi a ainsi atteint 145,6 millions de personnes. Concernant les mois à venir, les résultats d'enquêtes laissent attendre un ralentissement de l'emploi dans plusieurs secteurs. Il est cependant vrai que les dernières informations ponctuelles fournies par les grandes entreprises opérant dans différents secteurs de plusieurs pays de la zone euro font état de difficultés à recruter des personnes dans des créneaux où l'on recherche un personnel hautement qualifié. Ce statu quo corrobore les conclusions du rapport 2008 de l'Eurosystème sur les questions structurelles intitulé «Offre de travail et emploi dans les pays de la zone euro: évolutions et défis à relever».



Source: Eurostat



Source: Eurostat

2 Les données relatives à la zone euro à partir de 2008 incluent Chypre et Malte.



Le taux de chômage de la zone euro est quant à lui ressorti à 7,3% en mai, juin et juillet 2008, en légère hausse par rapport aux premiers mois de 2008 (7,2% en moyenne au cours du premier trimestre). Cette évolution résulte de l'augmentation du nombre de chômeurs consécutive au ralentissement de l'activité économique. On observe ainsi, pour la première fois depuis 2004, quatre mois consécutifs de hausse du nombre des sans-emploi. En termes absolus, le nombre de chômeurs s'établit désormais à près de 11,4 millions de personnes en juillet 2008, un chiffre en hausse de 25000 par rapport au mois précédent. Dans l'ensemble, cette hausse peut être attribuée à une progression marquée du nombre de chômeurs en Espagne et à de légères augmentations en Irlande et au Portugal, principalement en raison des évolutions dans le secteur de la construction.

## 1.8 LES PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

Dans une optique prospective, les scénarii de base établis respectivement par la BCE, l'OCDE et le FMI décrivent toujours une décélération de la croissance annuelle du PIB au sein de la zone euro. Cette évolution s'inscrit dans le cadre d'un retournement de tendance du cycle économique, après deux années de croissance supérieure à son niveau potentiel. Les prévisions de ces institutions sont cependant moins optimistes que celles publiées précédemment. Selon les toutes dernières projections effectuées par les services de la BCE, le rythme d'expansion annuel moyen du PIB en volume s'inscrirait entre 1,1% et 1,7% en 2008 et entre 0,6% et 1,8% en 2009, alors que les projections de juin de l'Eurosystème prévoyaient respectivement une fourchette comprise entre 1,5% et 2,1% et 1% et 2% pour ces deux années. Cette révision à la baisse des prévisions de croissance pour la zone euro intervient dans un contexte de ralentissement prononcé de l'activité économique, avec la publication d'un taux de croissance négatif de 0,2% pour le deuxième trimestre de 2008.

Les risques pesant sur ces projections de croissance sont de surcroît considérés comme orientés à la baisse et l'incertitude entourant ces perspectives demeure élevée. Ces risques continuent d'être liés à l'éventualité que les turbulences observées sur les marchés de capitaux exercent une incidence plus négative que prévu sur l'économie réelle. Les risques à la baisse découlent également de l'effet modérateur sur la consommation et l'investissement de nouveaux renchérissements imprévus de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi que d'une possible apparition de pressions protectionnistes et de perturbations que pourraient entraîner les déséquilibres mondiaux actuels.

Dans le prolongement de la tendance récente, le ralentissement de la croissance dans la zone euro devrait principalement provenir de la demande intérieure. Ainsi, les services de la BCE projettent que la consommation privée enregistrerait une croissance en glissement annuel comprise entre 0,5% et 0,9% en 2008 et entre 0,6% et 1,6% en 2009. La consommation publique se placerait quant à elle sur un sentier de croissance modéré s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,5% et 1,9% en 2008 et entre 1,3% et 1,9% en 2009. Enfin, la progression de la formation brute de capital fixe continuerait d'exercer un effet pénalisant sur l'activité économique, avec un taux de croissance annuel compris dans un intervalle de 0,9% à 2,3% en 2008 et de -0,7% à 2,1% en 2009. Cette évolution proviendrait notamment du resserrement des conditions financières, de la baisse des marges de profit, de la faiblesse de la demande et de la situation préoccupante du marché de l'immobilier dans certains pays de la zone euro. Sur le plan externe, l'activité économique mondiale devrait ralentir, se traduisant ainsi par un recul de la croissance des exportations dont le taux de variation annuel moyen serait compris entre 2,9% et 4,5% en 2008 et entre 2,4% et 4,6% en 2009. Sous l'effet du ralentissement de l'économie dans la zone euro, le rythme de croissance annuel des importations devrait pour sa part être quasiment du même ordre que celui des exportations, à savoir dans des fourchettes comprises entre 2,4% et 3,8% en 2008 et entre 2,0% et 5,0% 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
<b>Projections de septembre de l'OCDE</b>			
PIB réel	2,6	1,3	n.d.
<b>Projections de juillet du FMI</b>			
PIB réel	2,6	1,7	1,2
<b>Projections de septembre de la BCE</b>			
PIB réel	2,6	1,1 - 1,7	0,6 - 1,8
Consommation privée	1,6	0,5 - 0,9	0,6 - 1,6
Consommation publique	2,3	1,5 - 1,9	1,3 - 1,9
Formation brute de capital fixe	4,4	0,9 - 2,3	-0,7 - 2,1
Exportations de biens et de services	6,1	2,9 - 4,5	2,4 - 4,6
Importations de biens et de services	5,4	2,4 - 3,8	2,0 - 5,0

Sources: Eurostat, FMI, OCDE et BCE.

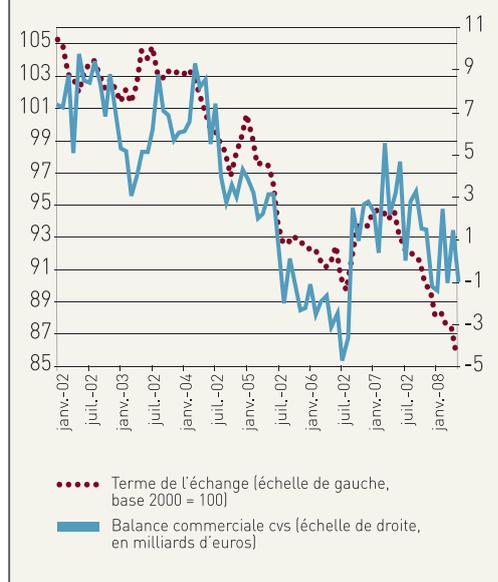
## 1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit de 12,6 milliards d'euros au premier semestre de 2008 comparé à un excédent de 8,7 milliards au même semestre de 2007. Cette détérioration du solde commercial s'explique par la croissance relativement forte (+10%) des importations qui, sous l'effet du renchérissement des produits pétroliers, ont atteint 794,9 milliards d'euros au premier semestre 2008. Les exportations de la zone euro ont certes enregistré une croissance soutenue (+7% à 782,3 milliards d'euros), mais elle s'est avérée inférieure à celle des importations. Toutefois en termes de volumes, les importations ont reculé légèrement (-0,4%) alors que les exportations ont affiché une croissance positive (+5%). Le différentiel de croissance en valeur provient donc d'une évolution défavorable des prix relatifs. La hausse de 10,8% enregistrée par les valeurs unitaires à l'importation, comparée à un taux de croissance de 2,5% pour les valeurs unitaires à l'exportation, a en effet occasionné une détérioration (-8,3%) des termes de l'échange. Cette évolution défavorable, essentiellement liée à la hausse des cours de l'énergie (pétrole et gaz), est à la base de la dégradation du solde commercial de la zone euro (voir graphiques).

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que le déficit dans l'énergie a fortement grimpé (+40%) en atteignant 124,5 milliards d'euros sur les cinq<sup>3</sup> premiers mois de 2008 contre 89 milliards sur la période correspondante de 2007. En revanche, le déficit dans les matières brutes (15,4 milliards) s'est légèrement contracté. Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce des machines et véhicules a progressé de 13% à 77,8 milliards d'euros sur les cinq premiers mois de 2008. Le surplus sur les produits chimiques a quant à lui augmenté de 6,4% à 38 milliards d'euros.

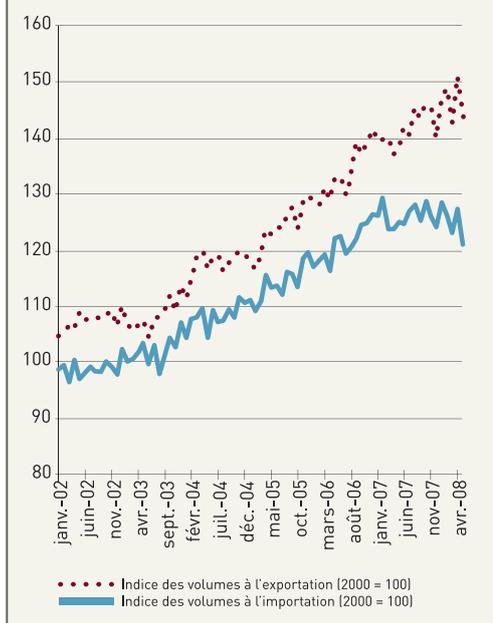
3 A la date d'arrêt de rédaction de ce Bulletin, les données du commerce de juin 2008 ventilées par catégories de biens et par principaux partenaires de la zone euro n'étaient pas disponibles.

Graphique 9  
Evolutions mensuelles des termes de l'échange et du surplus commercial de la zone euro (données corrigées des variations saisonnières, cvs)



Source: Eurostat

Graphique 10  
Evolution en volumes du commerce extérieur de la zone euro



Source: Eurostat

Sur les cinq premiers mois de 2008, l'évolution des échanges de la zone euro avec ses principaux partenaires commerciaux montre que les exportations à destination des Etats-Unis et du Japon se sont contractées respectivement de 2% (à 78 milliards d'euros) et de 1% (à 14 milliards). En revanche des augmentations importantes ont eu lieu dans les exportations vers la Russie (+22% à 30 milliards), la Pologne (+20% à 34 milliards), la République tchèque (+12% à 22 milliards) et la Chine (+15% à 27 milliards). Des hausses modérées ont concerné les livraisons à destination du Royaume-Uni (+2% à 95 milliards), de la Suisse (+5% à 35 milliards) et de la Suède (+3% à 24 milliards). En ce qui concerne les importations, seules les fournitures en provenance du Japon ont reculé de 2% (à 24 milliards) sur les cinq premiers mois de 2008. Les hausses les plus importantes ont concerné les importations en provenance de la Russie (+23% à 47 milliards), de la Pologne (+22% à 23 milliards) et de la République tchèque (+14% à 22 milliards).

La ventilation du solde commercial par principaux partenaires montre un léger repli de l'excédent avec le Royaume-Uni (-2,7% à 24,6 milliards) alors que celui vis-à-vis des Etats-Unis s'est fortement contracté (-14% à 21 milliards). Par ailleurs, seuls les excédents à l'égard de la Pologne (10,7 milliards) et de la Suisse (+7,3 milliards) ont affiché une croissance positive sur les cinq premiers mois de 2008. Sur cette période, les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (quoiqu'en léger repli de 2% à 42 milliards d'euros), les pays membres de l'OPEP (+87% pour atteindre 22 milliards), la Russie (+26% pour atteindre 17 milliards) ainsi qu'avec le Japon (-4% pour atteindre 10 milliards).

## 1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

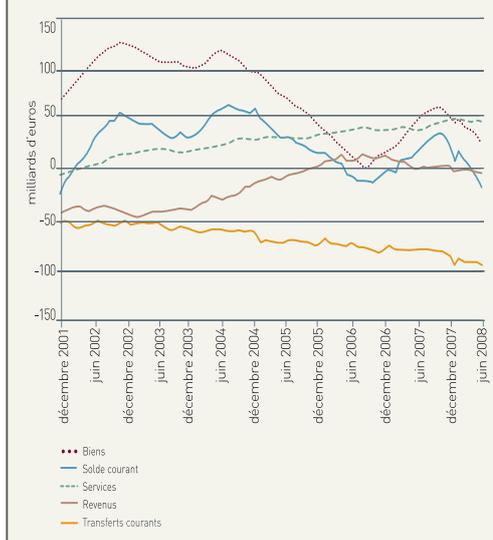
La balance courante de la zone euro s'est soldée par un déficit de 18,4 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2008 comparé à un surplus de 20,4 milliards sur la même période de 2007.

Cette importante détérioration est consécutive à la fois à la croissance continue du déficit des transferts courants et à la réduction des excédents des marchandises et des revenus. La hausse de 18,5% du déficit des transferts courants, qui a atteint un niveau record de 93 milliards d'euros sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2008, s'explique par l'aide au développement et par les contributions aux institutions internationales. La baisse de près de moitié dans l'excédent cumulé de biens (26,8 milliards d'euros en juin 2008), est due à une croissance plus importante des importations de biens que celle des exportations (cfr. section 1.9 ci-dessus). Par ailleurs, les taux de rendement relativement élevés dans la zone euro (Cfr. section 1.3 ci-dessus) ont occasionné une importante contraction du solde cumulé des revenus qui est passé d'un excédent de 3,2 milliards d'euros en juin 2007 à un déficit cumulé de 1,6 milliard en juin 2008.

La balance courante de la zone euro a en revanche bénéficié d'une évolution favorable dans le solde des services dont le surplus cumulé a progressé de 11,5% pour s'établir à 49,5 milliards d'euros en juin 2008.

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré une hausse des entrées nettes de capitaux qui sont passées de 83,6 milliards d'euros sur les douze derniers

Graphique 11  
Evolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



Source: BCE

mois s'achevant en juin 2007 à 115,4 milliards sur la même période de 2008. Ces entrées ont porté sur les flux d'investissements de portefeuille et sur les flux d'autres investissements.

S'agissant des investissements de portefeuille, à la suite de la crise du subprime, le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) s'est caractérisé par une grande méfiance à l'égard de titres étrangers, ce qui s'est traduit par une réduction de leurs placements en titres étrangers. En conséquence, les entrées nettes cumulées sur investissements de portefeuille se sont réduites à 149 milliards d'euros en juin 2008 contre 372 milliards en juin 2007. Cette baisse a affecté à la fois les titres de créance et les titres de participation. La réduction des entrées nettes sur investissements de portefeuille s'explique par le fait que les ventes, par des non-résidents, d'actions et d'obligations émises par la zone euro ont été plus importantes.

Dans les «autres investissements», les entrées nettes cumulées de 284 milliards d'euros en juin 2008 s'expliquent essentiellement par une hausse des engagements nets des institutions financières monétaires (y compris l'Eurosystème).

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille et d'autres investissements ont été partiellement compensées par les sorties nettes d'investissements directs et de produits financiers dérivés. Les perspectives de croissance relativement meilleures dans les pays émergents et dans les pays d'Europe de l'Est, ainsi que l'appréciation de l'euro qui a baissé la valeur des actifs libellés en dollar, ont poussé les entreprises résidentes à accroître leurs nouveaux investissements et leurs acquisitions à l'étranger.

## 2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU NIVEAU DE LA GRANDE RÉGION

La présente contribution fournit un examen succinct de l'évolution économique au sein de la Grande Région, qui est composée de la Wallonie, de la Rhénanie-Palatinat, de la Sarre, de la Lorraine et du Luxembourg. Il s'agit d'une mise à jour de contributions déjà parues dans les Bulletins de la BCL<sup>4</sup>. L'importance accordée aux évolutions économiques dans la Grande Région est liée au degré d'ouverture considérable de l'économie luxembourgeoise, notamment envers les régions limitrophes. On trouvera une description détaillée et exhaustive de la situation économique au Luxembourg au point suivant du présent Bulletin.

Pour 2007, l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS), estime que la croissance du PIB en volume de la **Wallonie**<sup>5</sup> s'établirait, en moyenne annuelle, à 2,6% ce qui représente une accélération par rapport à l'année précédente, bien qu'un ralentissement ait été observé en cours d'année. Les projections de l'IWEPS de juin 2008 tablent sur un ralentissement de la croissance du PIB en volume qui devrait se chiffrer à 1,7% en 2008, essentiellement en raison de l'essoufflement de la conjoncture internationale. La croissance de l'emploi devrait fléchir à 1,0% en 2008, contre 1,2% pour l'année précédente. L'évolution favorable de l'emploi a fait reculer le nombre de chômeurs en 2007 (-5,8%) ce qui porte le taux de chômage BIT wallon à 10,5%, après 11,8% en 2006. L'IWEPS anticipe que le chômage devrait encore diminuer en 2008. Le rythme de progression de la consommation privée devrait ralentir à 1,4% en 2008, suite à 2,2% l'année précédente, reflétant le recul de la confiance des ménages ainsi que l'impact défavorable de l'inflation, qui dépasserait 4%, sur le pouvoir d'achat des Wallons. Par contre, les investissements des entreprises en Wallonie auraient été dynamiques en 2007 (+5,6%). Sur base de différents indicateurs comme le taux d'utilisation des capacités et la demande de biens d'investissement, l'IWEPS anticipe une croissance encore plus prononcée des investissements en 2008, à savoir 7% en volume, malgré la détérioration du contexte mondial. Le dynamisme de l'investissement devrait tirer le PIB wallon avec des contributions à la croissance en 2007 et 2008 de respectivement 0,8 et 0,9 point de pourcentage. Cette appréciation positive est corroborée par l'enquête de la Banque nationale de Belgique (BNB) menée en juillet 2008 auprès de l'industrie manufacturière qui témoigne du niveau toujours élevé du taux d'utilisation des capacités (82,1%). Ce résultat souligne la nécessité d'accroître ces capacités dans le secteur industriel. Toutefois, cela contraste avec le rythme de production de l'industrie manufacturière, tel que recensé également par la BNB, qui affiche une nette décélération en juillet 2008.

L'activité économique en **Rhénanie-Palatinat**<sup>6</sup> a continué de croître à un rythme soutenu en 2007, avec une progression annuelle du PIB en volume de 2,6%, contre 2,4% en 2006. Une dynamique aussi vigoureuse du PIB n'a, en effet, plus été observée depuis 2000. Les trois secteurs que sont les services, l'industrie manufacturière ainsi que l'agriculture et la sylviculture ont apporté une contribution positive à cette croissance. La valeur des exportations des entreprises établies en Rhénanie-Palatinat se sont fortement accrues, de 11,9% en 2007, malgré l'appréciation rapide de l'euro observée au cours de l'année. La conjoncture a entraîné des retombées favorables sur le marché du travail. L'emploi en Rhénanie-Palatinat a progressé de 1,5% en rythme annuel en 2007, poursuivant ainsi la tendance à la hausse observée depuis mi-2006. L'office statistique du Land estime que la situation conjoncturelle favorable, la modération salariale ainsi que la mise en œuvre de réformes sur le marché du travail expliquent la baisse prononcée du nombre de chômeurs (-18%). De même, le taux de chômage a reculé, revenant de 9% en 2006 à 7,3% en 2007, soit un niveau qui n'avait pas été observé depuis 1994. La hausse annuelle moyenne de l'indice des prix à la consommation s'est établie à 2,1% en 2007, après 1,4% en 2006.

4 Cf. Bulletins 2002/1, 2003/1, 2004/2, 2005/2 et 2006/1, 2007/1 de la BCL.

5 Les commentaires relatifs à la Wallonie sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS) et de la Banque nationale de Belgique.

6 Les commentaires relatifs à la Rhénanie-Palatinat sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Rhénanie-Palatinat (Statistisches Landesamt Rheinland-Pfalz).

En ce qui concerne les évolutions observées en Rhénanie-Palatinat depuis début 2008, il convient de noter le ralentissement progressif du taux annuel des nouvelles commandes à l'industrie qui s'inscrit à -3,4% en mai. En ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation a atteint 3,3% en juin 2008, soit la progression la plus élevée depuis l'introduction de la série en 1995. Le taux de chômage de la Rhénanie-Palatinat est ressorti à 5,4% en juin 2008, contre 5,5% le mois précédent et 6,3% en juin 2007.

Le PIB en volume de la **Sarre**<sup>7</sup> a augmenté de 2,3% en 2007, après 2,0% en 2006. La croissance a de nouveau été portée en grande partie par l'industrie. En effet, le chiffre d'affaires (+7,8% en termes annuels), les nouvelles commandes (+4,9%), la production (+3,1%) et les exportations de l'industrie manufacturières ont été dynamiques. De même, le taux de chômage de la Sarre a continué de reculer, revenant de 9,5% en décembre 2006 à 8,5% fin 2007. S'agissant de l'évolution des prix, la progression annuelle moyenne de l'IPCH s'est inscrite à 2,2% en 2007, contre 1,7% l'année précédente. Début 2008, les conditions économiques étaient relativement favorables, comme en témoignent les taux annuels relatifs à la période janvier à mai 2005 (chiffres d'affaires industriel: +10,9% ; nouvelles commandes: +12,5% ; production industrielle: +2,5%). Le chômage a reculé au cours des premiers mois de 2008 pour s'inscrire à 7,8% en mai. Le rythme de progression annuel des prix à la consommation a continué de s'accélérer en 2008 pour atteindre 3,6% en juillet.

En ce qui concerne la **Lorraine**<sup>8</sup>, l'enquête annuelle de la Banque de France fait état d'une accélération du rythme de croissance du chiffre d'affaires de l'industrie en 2007 (+6,5%), après deux années de croissance modérée. Cette évolution est essentiellement liée à une demande domestique plus favorable et au dynamisme des exportations qui ont progressé de 7,1% par rapport à 2006. Les industries de biens d'équipement ont affichés les meilleures performances, notamment au niveau des exportations. La tendance haussière de l'activité des industries des biens intermédiaires (chimie, métallurgie, bois-papier) s'est poursuivie, bien que à un rythme moins soutenu qu'en 2006. Selon la Banque de France, les chiffres d'affaires des services marchands ont globalement augmenté en Lorraine, notamment dans l'ingénierie informatique et technique. Quant à la construction, l'INSEE note que le recul annuel de 14% du nombre des logements mis en chantier, suite à trois années consécutives de croissance soutenue, est à relativiser au vu des niveaux élevés affichés ces dernières années. Les échanges commerciaux de la Lorraine ont affiché un rythme élevé en 2007, avec des taux de croissance annuels respectivement de 7,1% et de 9,4% pour les exportations et les importations. La Lorraine commerce, dans 90% des cas, avec le continent européen, et en particulier avec l'Allemagne qui représente plus de 30% de la valeur des exportations. Les exportations régionales reflètent la structure de l'industrie lorraine: automobile et sidérurgie constituent de loin les principaux exportateurs. En 2007, pour la première fois depuis 2001, l'emploi salarié augmente en Lorraine, à savoir de 0,5%. Cette progression masque toutefois des évolutions divergentes au niveau des différents secteurs. La construction et le secteur des services enregistrent des créations nettes d'effectifs alors que l'emploi est en recul dans l'industrie. Le taux de chômage lorrain a continué de reculer, revenant de 8,6% fin 2006 à 7,7 % fin 2007.

Selon l'INSEE, l'activité économique a continué à être positive en Lorraine au premier trimestre 2008. En effet, la création d'entreprise, bien qu'en léger recul, demeure élevée (2 138 entreprises). De plus, la production industrielle et les exportations ont poursuivi la tendance favorable. Par contre, le secteur de la construction affiche un net recul au premier trimestre, comme en témoigne une baisse annuelle de 45% du nombre des permis de construire. Les mises en chantier ont également diminué de 12,1% en termes annuels. Le nombre des chômeurs lorrains diminue de 5,7% par rapport à mars 2007 et ce

7 Les commentaires relatifs à la Sarre sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Sarre (Statistisches Landesamt Saarland).

8 Les commentaires relatifs à la Lorraine sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE) et de la Banque de France.



sont les chômeurs de longue durée qui bénéficient le plus de l'embellie du marché du travail. Ainsi, au premier trimestre de l'année en cours, le taux de chômage lorrain diminue de 0,3 point de pourcentage au premier trimestre pour ressortir à 7,4%. L'INSEE estime que la situation globalement satisfaisante de l'économie lorraine devrait pourtant se détériorer, en ligne avec l'essoufflement de l'activité au niveau de l'environnement français et international. L'enquête la plus récente de la Banque de France, relative au mois de juin 2008, fait ressortir que la production industrielle a globalement reculé. Néanmoins, cette baisse masque des évolutions contrastées entre secteurs. En particulier, un ralentissement a été observé dans l'agro-alimentaire, dans le segment des composants électriques et du travail des métaux. À l'inverse, une reprise a été observée pour l'industrie automobile, la chimie et les matières plastiques. Le taux d'utilisation des capacités de production se replie de 0,6 point à 82,5%, soit légèrement inférieur à sa moyenne historique. Les prises d'ordre se sont stabilisées, alors que les prix des approvisionnements continuent sur leur trajectoire ascendante. Les effectifs industriels ont légèrement reculé en mai et en juin. Les chefs d'entreprise enquêtés par la Banque de France anticipent que la production ne devrait pas évoluer de façon remarquable au cours des prochains mois, tandis que l'augmentation des prix de vente devrait continuer. Le niveau d'affaires s'est stabilisé dans les services marchands. Cependant, les secteurs du travail temporaire, de l'hôtellerie et de l'ingénierie informatique observent un recul. Par contre, les compartiments du nettoyage et du conseil en affaires et en gestion constatent une augmentation de leur activité. La Banque de France estime que les perspectives d'affaires demeurent favorables dans les services marchands.

### 3 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

#### 3.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

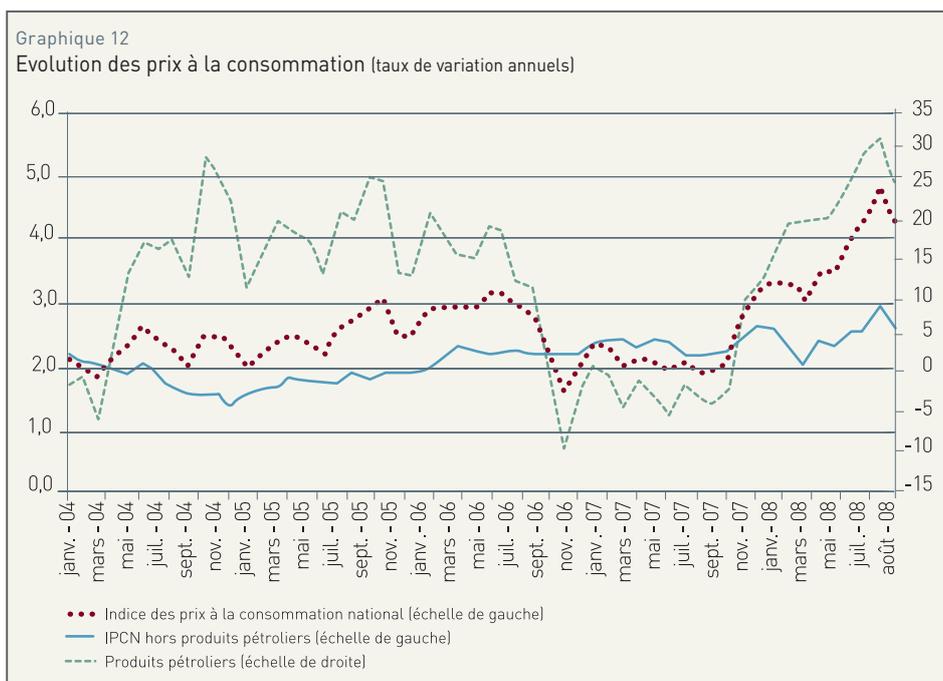
##### 3.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

La hausse annuelle des prix à la consommation, telle que mesurée par l'Indice des prix à la consommation national (IPCN), s'est renforcée depuis l'automne 2007, pour atteindre 4,9% et 4,0% respectivement en juillet et août. La hausse de l'IPCN a ainsi établi un nouveau record historique depuis l'introduction de la série en 1995. L'inflation a été sensiblement influencée par les évolutions des prix des produits pétroliers et alimentaires depuis le second semestre de 2007.

En effet, le taux de variation annuel des prix des produits pétroliers s'élevait à 31,8% en juillet et 23,3% en août 2008, contre -2,3% en juillet 2007. En ce qui concerne les «produits alimentaires et les boissons non alcoolisées», leur taux annuel est progressivement passé de 2,7% en juillet 2007 à 6,2% en juillet et août 2008.

Mais la hausse de l'inflation n'est pas le seul fait des prix pétroliers. En juillet et août 2008, l'IPCN hors produits pétroliers s'est accru au rythme le plus soutenu depuis janvier 2002, avec des progressions annuelles respectivement de 2,9% et 2,7%, confirmant ainsi la tendance globalement haussière entamée début 2005. Cette évolution indique par conséquent que les prix autres que ceux des produits pétroliers contribuent de plus en plus à l'inflation.

Le paiement effectif de la tranche indiciaire automatique échu en juin 2008 a été reporté au 1<sup>er</sup> mars 2009, en accord avec les dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires.

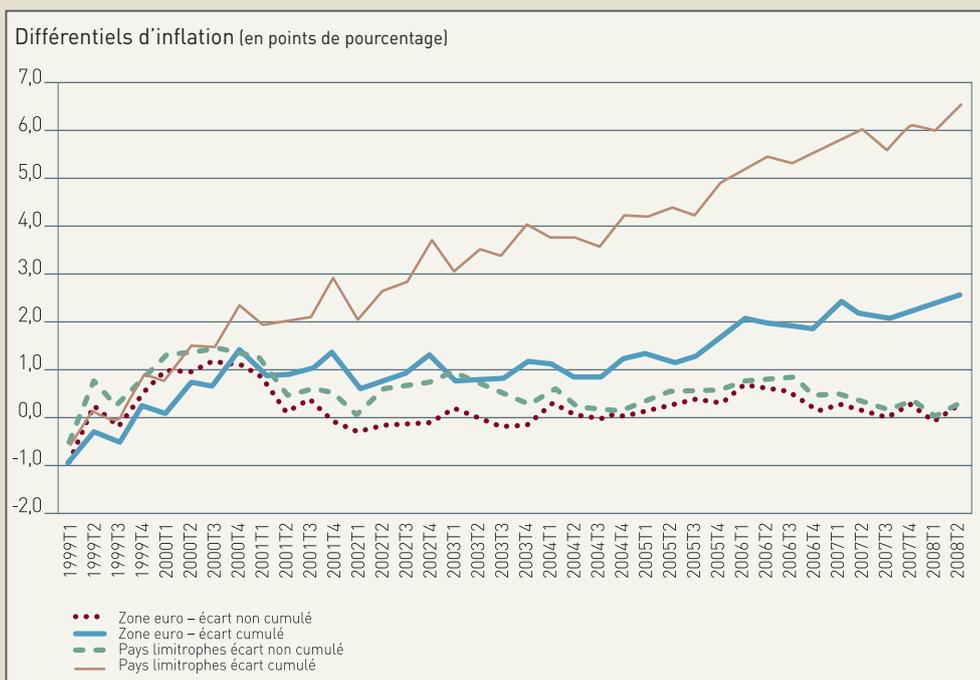


Source: STATEC

L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui n'est cependant guère représentatif des habitudes de consommation des résidents en raison de la pondération excessive du tabac et des produits pétroliers, dont une proportion importante est consommée par des non-résidents, a même atteint 5,8% en juillet et 4,8% en août 2008 ce qui, dans le concert de la zone euro, place le Luxembourg clairement dans le camp des pays à inflation élevée.

## LE DIFFÉRENTIEL D'INFLATION DU LUXEMBOURG

Les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes<sup>1</sup> ont été défavorables au deuxième trimestre 2008 avec chaque fois 0,3 de pourcentage, après respectivement -0,1 et 0,0 point de pourcentage au trimestre précédent. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au deuxième trimestre 2008, se sont inscrits à 2,6 et 6,5 points de pourcentage par rapport à respectivement la zone euro et les pays limitrophes (cf. graphique).



Source: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Les écarts d'inflation moyens du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes observés sur la période récente sont indiqués au tableau ci-dessous. Ces moyennes ont été calculées en utilisant des taux annuels observés pour tous les mois de la période allant de juillet 2007 à juillet 2008. A noter que l'IPCN a été utilisé pour le Luxembourg et l'IPCH pour les autres pays. Le tableau présente une ventilation par ordre décroissant de l'écart moyen par rapport à la zone euro.

Cette ventilation par groupes de produits indique que les écarts défavorables par rapport à la zone euro (représentés par des chiffres positifs) sont surtout prononcés pour les groupes suivants : «Equipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «Adduction d'eau et autres services relatifs au logement», «Electricité, gaz et autres combustibles», «Protection sociale», «Tabac», «Services d'hébergement», «Services de téléphone et de télécopie», «Appareils de chauffage et de cuisine, réfrigérateurs, machines à laver et autres gros appareils ménagers, y compris accessoires et réparations».

En revanche, les groupes suivants de produits ont affiché des différentiels particulièrement favorables au Luxembourg par rapport à la zone euro (représentés par des chiffres négatifs): «Equipements de téléphone et de télécopie», «Enseignement», «Voyages à forfait», «Services de transport», «Assurances», «Produits et appareils thérapeutiques, matériel médical».

<sup>1</sup> L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg puisqu'il reflète bien la consommation des résidents, contrairement à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). L'inflation dans la zone euro et des pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH. Le calcul est effectué de la façon suivante: taux de variation annuel de l'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.

Écarts d'inflation moyens par groupes de produits et pour l'indice global (juillet 2007 à juillet 2008, en points de pourcentage) <sup>2</sup>

Indices global groupes de produits	Zone euro	Pays limitrophes
Indice global	0,2	0,2
Équipements audiovisuels, photographiques et informatiques	5,7	5,1
Adduction d'eau et autres services relatifs au logement	5,5	5,7
Électricité, gaz et autres combustibles	4,5	2,7
Protection sociale	2,5	2,6
Tabac	1,9	1,1
Services d'hébergement	1,7	1,4
Services de téléphone et de télécopie	1,2	1,3
Appareils de chauffage et de cuisine, réfrigérateurs, machines à laver et autres gros appareils ménagers, y compris accessoires et réparations	1,1	1,4
Autres biens durables importants pour les loisirs et la culture	1,0	0,3
Effets personnels n.d.a.	0,7	1,5
Services hospitaliers	0,6	1,5
Soins personnels	0,6	0,9
Autres articles et équipement de loisirs, jardins et animaux d'agrément	0,5	0,6
Restaurants et débits de boissons	0,5	1,3
Verrerie, vaisselle et ustensiles de ménage	0,3	0,8
Articles de ménage en textiles	0,3	0,6
Loyers d'habitation réels	0,3	0,4
Meubles, articles d'ameublement, tapis et autres revêtements de sol et réparations	0,3	0,6
Produits alimentaires	0,3	0,3
Services financiers n.d.a.	0,3	0,7
Achats de véhicules	0,2	-0,5
Boissons alcoolisées	0,1	0,5
Services de consultation externe (médical)	0,1	1,5
Outils pour la maison et le jardin	0,0	0,2
Articles chaussants, y compris les réparations	-0,1	-0,3
Entretien et réparations courantes du logement	-0,1	-0,1
Autres services n.d.a.	-0,1	1,1
Presse, librairie et papeterie	-0,1	-0,3
Services récréatifs et culturels	-0,2	0,2
Articles d'habillement	-0,2	0,1
Biens et services pour l'entretien courant de l'habitation	-0,6	0,4
Boissons non alcoolisées	-0,7	-0,9
Utilisation des véhicules personnels (y compris les carburants)	-0,7	-0,4
Services postaux	-0,9	-0,9
Produits et appareils thérapeutiques, matériel médical	-1,0	-1,9
Assurances	-1,6	-1,9
Services de transport	-2,9	-2,4
Voyages à forfait	-3,3	-3,9
Enseignement	-5,8	-9,7
Équipements de téléphone et de télécopie	-7,1	-7,8

Source: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Les produits affichant les différentiels d'inflation les plus élevés, que se soit à la hausse ou à la baisse, ne sont pas forcément ceux qui ont une pondération importante au niveau de l'indice global. Or, il est nécessaire de prendre en considération les poids des différents groupes de produits dans l'indice global afin de pouvoir tirer des conclusions au sujet de la contribution des groupes individuels sur l'écart global. Nous avons estimé la contribution des différents groupes au différentiel observée pour l'indice global par le biais des pondérations retenues pour l'IPCN du Luxembourg pour l'année 2008.

<sup>2</sup> Un chiffre positif (négatif) signifie un différentiel défavorable (favorable) au Luxembourg.

En tenant compte des pondérations des groupes, sur la période allant de juillet 2007 à juillet 2008, l'impact des groupes suivants a été particulièrement défavorable sur l'écart d'inflation global par rapport à la zone euro: «Electricité, gaz et autres combustibles», «Equipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «Protection sociale», «Adduction d'eau et autres services relatifs au logement», «Produits alimentaires<sup>3</sup>», «Restaurants et débits de boissons» et «Tabac». En revanche, les groupes suivants ont eu un impact prononcé à la baisse sur le différentiel d'inflation global par rapport à la zone euro: «Utilisation des véhicules personnels (y compris les carburants)», «Voyages à forfait», «Services de transport», «Enseignement», «Assurances», «Produits et appareils thérapeutiques, matériel médical», «Equipements de téléphone et de télécopie», «Biens et services pour l'entretien courant de l'habitation» et «Boissons non alcoolisées».

En ce qui concerne les pays limitrophes, le classement des groupes dont l'impact à la hausse a été considérable est le suivant: «Electricité, gaz et autres combustibles», «Protection sociale», «Adduction d'eau et autres services relatifs au logement», «Equipements audiovisuels, photographiques et informatiques», «Restaurants et débits de boissons» et «Produits alimentaires».

Contributions aux écarts d'inflation moyens par groupes de produits et pour l'indice global (juillet 2007 à juillet 2008, en points de pourcentage)<sup>4</sup>

Indices global groupes de produits	Zone euro	Pays limitrophes
Indice global	0,2	0,2
Contributions:		
Electricité, gaz et autres combustibles	0,19	0,11
Equipements audiovisuels, photographiques et informatiques	0,09	0,08
Protection sociale	0,09	0,10
Adduction d'eau et autres services relatifs au logement	0,09	0,09
Produits alimentaires	0,03	0,03
Restaurants et débits de boissons	0,03	0,08
Tabac	0,02	0,01
Achats de véhicules	0,02	-0,07
Services de téléphone et de télécopie	0,01	0,01
Soins personnels	0,01	0,02
Loyers d'habitation réels	0,01	0,02
Appareils de chauffage et de cuisine, réfrigérateurs, machines à laver et autres gros appareils ménagers, y compris accessoires et réparations	0,01	0,01
Autres articles et équipement de loisirs, jardins et animaux d'agrément	0,01	0,01
Meubles, articles d'ameublement, tapis et autres revêtements de sol et réparations	0,00	0,02
Effets personnels n.d.a.	0,00	0,01
Services financiers n.d.a.	0,00	0,01
Verrerie, vaisselle et ustensiles de ménage	0,00	0,01
Services d'hébergement	0,00	0,00
Autres biens durables importants pour les loisirs et la culture	0,00	0,00
Articles de ménage en textiles	0,00	0,00
Boissons alcoolisées	0,00	0,01
Services hospitaliers	-0,01	0,00
Outillage pour la maison et le jardin	-0,01	0,00
Services de consultation externe (médical)	-0,01	0,00
Services postaux	-0,01	0,00
Articles chaussants, y compris les réparations	-0,01	-0,01
Entretien et réparations courantes du logement	-0,01	-0,01
Autres services n.d.a.	-0,01	0,00
Presse, librairie et papeterie	-0,01	-0,01
Services récréatifs et culturels	-0,01	0,00
Articles d'habillement	-0,02	0,00
Boissons non alcoolisées	-0,02	-0,02

<sup>3</sup> Ce groupe ne comprend pas les «Boissons non alcoolisées», les «Boissons alcoolisées» et le «Tabac» qui sont repris dans des groupes distincts.

<sup>4</sup> Un chiffre positif (négatif) signifie un différentiel défavorable (favorable) au Luxembourg.

Biens et services pour l'entretien courant de l'habitation	-0,02	0,01
Equipements de téléphone et de télécopie	-0,02	-0,02
Produits et appareils thérapeutiques, matériel médical	-0,02	-0,04
Assurances	-0,03	-0,03
Enseignement	-0,04	-0,05
Services de transport	-0,04	-0,03
Voyages à forfait	-0,04	-0,07
Utilisation des véhicules personnels (y compris les carburants)	-0,07	-0,04

Source: STATEC, Eurostat, calculs BCL

La hausse de l'inflation n'a pas manqué de marquer les consommateurs. Aussi, le graphique suivant illustre que les perceptions d'inflation des ménages issues de l'enquête de la BCL auprès des consommateurs<sup>9</sup> ont fortement augmenté depuis août 2007 pour atteindre de nouveaux records historiques. La flambée des prix de la composante «Alimentation et boissons non alcoolisées» semble avoir eu une incidence considérable sur les perceptions d'inflation des consommateurs depuis le second semestre 2007. Les anticipations qualitatives des consommateurs relatives aux douze prochains mois ont également affiché des niveaux historiquement élevés au cours de la période récente<sup>10</sup>.

Selon la dernière vague du sondage semestriel «Eurobaromètre» de la Commission européenne, qui a été menée de la fin mars à la fin avril 2008, 43% des personnes interrogées au Luxembourg sont d'avis que l'inflation est le problème le plus important auquel doit faire face notre pays actuellement, soit une hausse de 5 points de pourcentage par rapport à l'automne 2007, voire de 16 points de pourcentage par rapport au printemps 2007. Alors que l'inflation était déjà en automne 2007 le sujet de préoccupation le plus souvent mentionné par les répondants au Luxembourg, la focalisation de la préoccupation sur l'inflation s'est donc encore nettement renforcée durant la période subséquente.

## Projections d'inflation

### Hypothèses

Mi-août, l'euro cotait aux environs de 1,52 USD/EUR, soit un niveau légèrement inférieur par rapport à son niveau lors des projections datant de juin 2008<sup>11</sup>. Le prix du pétrole Brent s'est quant à lui établi au même moment autour de 115\$/bl et les

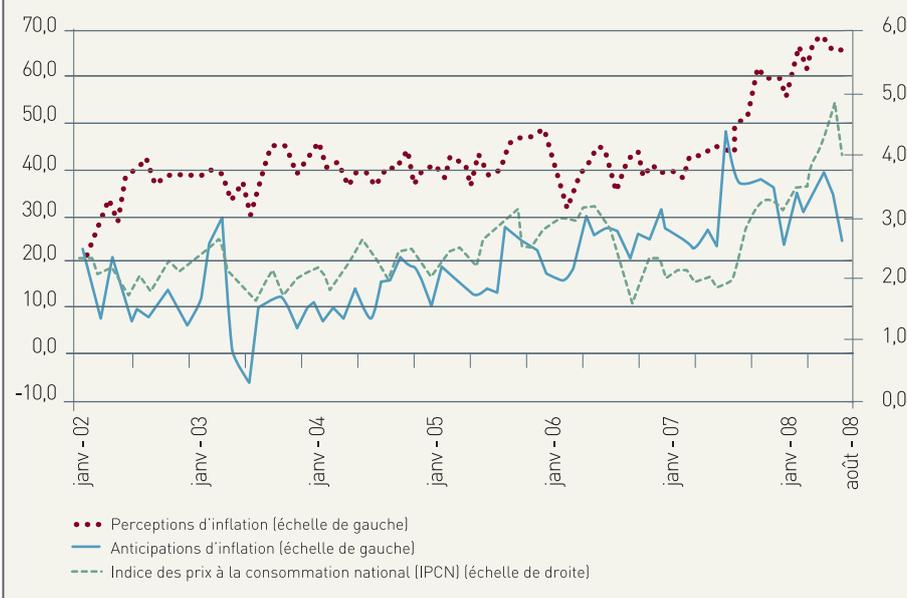
9 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

10 Pour une analyse plus détaillée des facteurs explicatifs des évolutions des perceptions et des anticipations d'inflation des consommateurs, le lecteur intéressé pourra utilement se reporter aux pages 30-32 du Rapport annuel de la BCL relatif à l'année 2007.

11 Voir BCL, Rapport annuel 2007, pp.34-37.

Graphique 13

Perceptions et anticipations qualitatives d'inflation des consommateurs du Luxembourg et inflation observée



Source: BCL et STATEC

marchés à terme anticipent une légère reprise annuelle du prix à un niveau proche de 121\$/bl jusqu'en juin 2009. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar progresserait de 58% en 2008 par rapport à 2007. Au total, la légère dépréciation de l'euro par rapport à la devise américaine depuis les projections de juin 2008 conjuguée à un niveau du prix du pétrole marginalement plus bas entraîne que les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la baisse, en moyenne de 1,6%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3  
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2006	2007	2008	08-T1	08-T2	08-T3	08-T4	09-T1	09-T2
Prix du pétrole (brent) en \$	65,4	72,7	115,1	96,7	122,3	123,1	118,3	120,5	121,0
Taux de change \$/€	1,26	1,37	1,53	1,50	1,56	1,54	1,52	1,52	1,52
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	18,6	1,4	42,4	45,4	53,6	46,6	27,2	23,4	2,0

Source: BCL

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

En juillet, l'inflation à l'exclusion de l'énergie s'est accélérée à des niveaux qui n'ont plus été observés depuis 2001. Le taux pour la version IPCN a été de 3,0%, son correspondant IPCH s'est élevé à 3,4%. Ces développements sont aussi légèrement supérieurs à nos projections précédentes. D'une part, le choc des prix des matières premières agricoles sur les prix des biens alimentaires traités s'est avéré plus persistant que prévu. Il s'est en plus propagé aux prix des biens alimentaires non traités tels que la viande. D'autre part, les prix du tabac ont connu une progression qui s'est située au-delà de celle qui figurait dans notre scénario de base. Ces prix progressent actuellement à un taux supérieur à 7% sur base annuelle, engendrant un impact non-négligeable sur l'évolution de l'IPCH.

Si l'inflation à l'exclusion de l'énergie s'est récemment accélérée, elle pourrait néanmoins avoir atteint son sommet et baisserait donc au cours des prochains mois. Cette tendance favorable qui s'annonce est par contre exclusivement le résultat d'effets de base qui affectent la composante des biens alimentaires traités. Le début de l'impact du choc des prix des matières premières agricoles sur les prix des biens de consommation date de juillet 2007 et il disparaîtra donc graduellement du calcul des taux d'inflation annuels. Par conséquent, ceux-ci baisseraient de manière mécanique. Le scénario de base s'appuie aussi sur l'hypothèse que le choc des prix des matières premières agricoles ne se prolongerait pas au-delà de la mi-2008. Un indice composite de ces prix, reprenant entre autres le blé et le lait, indique une hausse des prix exprimés en euros de presque 50% entre le début 2007 et la mi-2008. Sur base des prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents, ces prix ne devraient progresser que graduellement au cours des prochains mois, impliquant que l'impact sur les prix à la consommation serait dorénavant limité.

Par contre, en sus de cet effet mécanique engendré par des effets de base favorables, d'autres facteurs inflationnistes sont présents dans l'économie et ils empêcheraient un repli plus rapide de l'inflation à l'exclusion de l'énergie. Les prix à la production industrielle, aussi bien au Luxembourg (voir sous 3.1.2) que dans la zone euro, se sont à nouveau accélérés, vraisemblablement dans le sillage de la hausse du prix du pétrole et des matières premières. Des tensions inflationnistes significatives en amont de la chaîne de production se répercuteront sans doute sur la composante des prix industriels non-énergétiques dont le taux d'inflation ne devrait guère baisser. Le scénario conjoncturel dans la zone euro a certes montré des signes de faiblesse au deuxième trimestre 2008. Mais il reste à voir si, à terme, le tassement de la demande pourra contrebalancer l'effet de la hausse des coûts, aboutissant ainsi en une contraction du

taux de marge. Des coûts d'ajustement des prix feront que cet effet hypothétique serait fort graduel. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est aussi susceptible de s'accélérer en 2008. Selon les dernières projections de la BCE, l'inflation dans la zone euro a été revue à la hausse et devrait s'établir entre 3,4% et 3,6% en 2008 et entre 2,3% et 2,9% en 2009 contre 2,1% en 2007.

L'inflation des services au Luxembourg caracole à un taux supérieur à 3% et devrait se maintenir à ce niveau élevé au cours des prochains mois. En dépit de la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires, l'échelle mobile des salaires évolue chaque mois, hormis quelques exceptions, à un taux annuel de 2,5% ce qui empêche un repli plus conséquent de l'inflation des prix des services<sup>12</sup>.

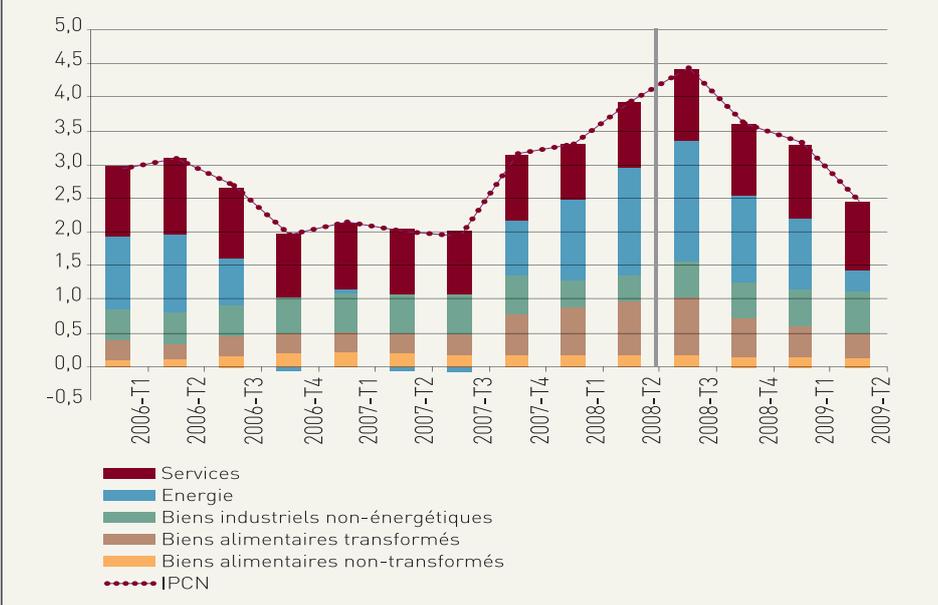
## Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'inflation des produits énergétiques pourrait avoir culminé à un taux de plus de 20% en juillet 2008. Les taux d'inflation énergétique baisseraient rapidement à partir d'août, pour s'approcher d'abord des 10% en fin d'année et ensuite de zéro vers la mi-2009. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale atteindrait aussi avec 1,8pp sur 4,5% son maximum au troisième trimestre de l'année 2008 (voir graphique). La baisse subséquente des taux d'inflation est pratiquement exclusivement due à des effets de base favorables eux-mêmes engendrés par les hypothèses relatives au prix du pétrole en euros. Par rapport à l'exercice de juin, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été légèrement revues à la baisse, en ligne avec les ajustements des hypothèses techniques.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures a été légèrement adapté à la hausse pour le deuxième semestre 2008. Cette révision s'explique largement par la prise en compte des erreurs de prévisions, émanant notamment du fait que le choc des prix des matières premières agricoles sur les prix à la consommation s'est avéré plus persistant qu'escompté. En moyenne, le taux d'inflation s'accroîtrait aussi au deuxième semestre 2008 et un repli n'est envisagé que pour le début de l'année 2009. Le recul serait toutefois graduel et les taux d'inflation se maintiendraient à un niveau relativement élevé.

Après un taux de 4,9% en juillet, l'inflation mesurée par l'IPC global a baissé à 4,0% en août. Des taux supérieurs ou égaux à 3% seraient aussi atteints jusqu'au début du deuxième trimestre 2009. En revanche, à la fin de l'horizon de projection, l'inflation pourrait s'approcher des 2%. Il est important de signaler que ce scénario de baisse d'inflation globale a ses origines entièrement dans des effets de base favorables qui émergent avec la dissipation simultanée des deux chocs

Graphique 14  
Contributions à la croissance de l'IPC<sup>13</sup>



Sources: STATEC, projections BCL

12 Voir aussi «L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires?» dans BCL, Rapport Annuel 2007, pp. 38-40

13 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.

qui ont nourri l'inflation au cours des derniers mois. De plus, ce scénario présuppose aussi l'absence de chocs additionnels sur le pétrole ou sur les matières premières agricoles qui, autrement, prolongeraient davantage la période caractérisée par une inflation globale élevée.

Malgré la forte accélération de l'inflation globale, l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait baisser en 2008 par rapport à 2007. D'une part, contrairement à ce qui s'est observé en 2007, les prix de l'électricité n'ont pas été ajustés en début d'année 2008. D'autre part, l'inflation des prix administrés à l'exclusion de l'électricité est également orientée à la baisse depuis quelques mois.

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

	2007	2008	2008 1 <sup>er</sup> sem.	2008 2 <sup>e</sup> sem.	2009 1 <sup>er</sup> sem.
IPCN	2,3	3,8 (0,2)	3,6 (0,1)	4,0 (0,3)	2,9 (0,2)
IPCN hors énergie	2,3	2,6 (0,2)	2,5 (-)	2,7 (0,3)	2,4 (0,1)
IPCH	2,7	4,6 (0,1)	4,5 (0,1)	4,7 (0,2)	3,2 (-0,1)
IPCH énergie	2,7	16,6 (-0,3)	16,7 (0,5)	16,5 (-0,9)	6,2 (-1,1)
IPCH hors énergie	2,7	3,0 (0,2)	2,9 (0,1)	3,1 (0,3)	2,7 (-)
Impact des mesures gouvernementales <sup>14</sup> sur l'IPCN en pp	0,8	0,4			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH en pp	1,2	0,9 (0,1)			

Source: BCL

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, le paiement de la tranche indiciaire échue en juillet 2008 sera reporté à mars 2009. Sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévu pour le deuxième trimestre 2009. Etant donné l'évolution anticipée du prix du pétrole à un niveau en moyenne supérieur à 63\$/bl, la hausse automatique des salaires serait postposée au 1<sup>er</sup> janvier 2010, conformément à ces mêmes dispositions.

### 3.1.2 Les prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle se sont considérablement accélérés au premier semestre de l'année 2008. Par rapport à la même période de l'année précédente, leur progression s'élevait à 6,6% ; rapportée à la fin de l'année 2007, elle était même de 6,9%. Ces développements signalent des tendances inflationnistes prononcées en amont de la chaîne de production. A l'instar de 2007, la progression des prix résulte d'une assise assez large, puisque ce sont à la fois les biens intermédiaires, les biens d'équipement et les prix de l'énergie qui affichent des hausses de prix supérieures à 5%. Les prix des biens de consommation ont connu une évolution plus modeste, mais ils s'affichent également en accélération régulière depuis la fin 2007.

Les facteurs à la base de cette inflation émanent de la hausse du prix du pétrole du côté des coûts et de la consommation robuste dans les économies émergentes du côté de la demande. Malgré le ralentissement international qui a été entamé au tournant de l'année 2007/2008 et dans la zone euro au deuxième trimestre 2008, il semble que la demande en provenance de l'Asie du Sud-est, particulièrement accentuée sur les biens intermédiaires, n'en a guère été affectée.

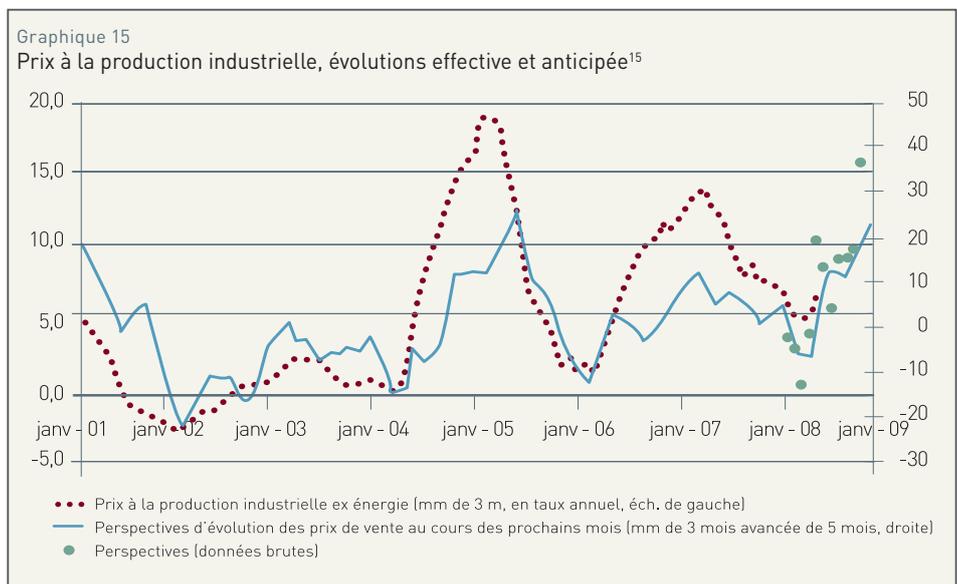
14 Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. La composition de l'indice des prix administrés tels que présentés dans le Bulletin de la BCL 2004/3 (pp.76-81) a été légèrement adapté afin de tenir compte des résultats des travaux récents menés dans le cadre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

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

	2006	2007	2008-6 mois	2007-T4	2008-T1	2008-T2
Ensemble des produits industriels	7,7	9,1	6,6	1,7	1,8	3,6
Biens intermédiaires	8,8	12,5	6,8	2,4	1,2	4,4
Biens d'équipement	0,9	5,0	5,6	0,4	2,1	1,6
Biens de consommation	1,2	0,5	1,8	0,6	0,6	0,9
Energie	19,9	8,5	8,0	2,0	1,9	1,9

Source: STATEC

Le profil des taux de variation annuels de l'indice global s'est infléchi au début de l'année 2007 et l'inflation est retombée autour de 5% en avril 2008. Par la suite, la tendance s'est nettement renversée. Selon les enquêtes de conjoncture harmonisées, la forte ré-accélération de l'inflation pourrait aussi se poursuivre au cours des prochains mois, l'indicateur relatif aux perspectives d'évolution des prix étant notamment orienté à la hausse depuis fin 2007 (voir graphique). En juillet 2008, avec l'envolée du prix du pétrole à plus de 140\$/bl, les perspectives de prix ont même bondi à un niveau qui n'a plus été observé au cours des dix dernières années, laissant présager une inflation annuelle nettement supérieure à 10%.



### 3.2 L'INDUSTRIE

La stagnation de l'activité économique s'est poursuivie dans l'industrie. Lors des cinq premiers mois de l'année 2008, la production par jour ouvrable n'a plus augmenté par rapport à la même période de l'année précédente, prolongeant ainsi la phase de très faible croissance observée en 2007. Le chiffre d'affaires et la valeur de la production affichent encore des taux de progression confortables, mais cette dynamique est entièrement imputable à la hausse des prix.

La ventilation sectorielle de la production par jour ouvrable indique des évolutions très hétérogènes dans les différentes branches. D'une part, les biens d'équipement affichent une hausse de plus de 10% en 2008, vraisemblablement encore dans le sillage de la reprise de l'investissement des entreprises de 2007 et de début 2008. L'énergie progresse aussi, rompant ainsi avec les baisses de production des deux années précédentes. Mais, d'autre part, une baisse du volume d'activité s'est amorcée dans la branche des biens intermédiaires, jadis portée par le dynamisme de la demande mondiale. L'industrie des biens de consom-

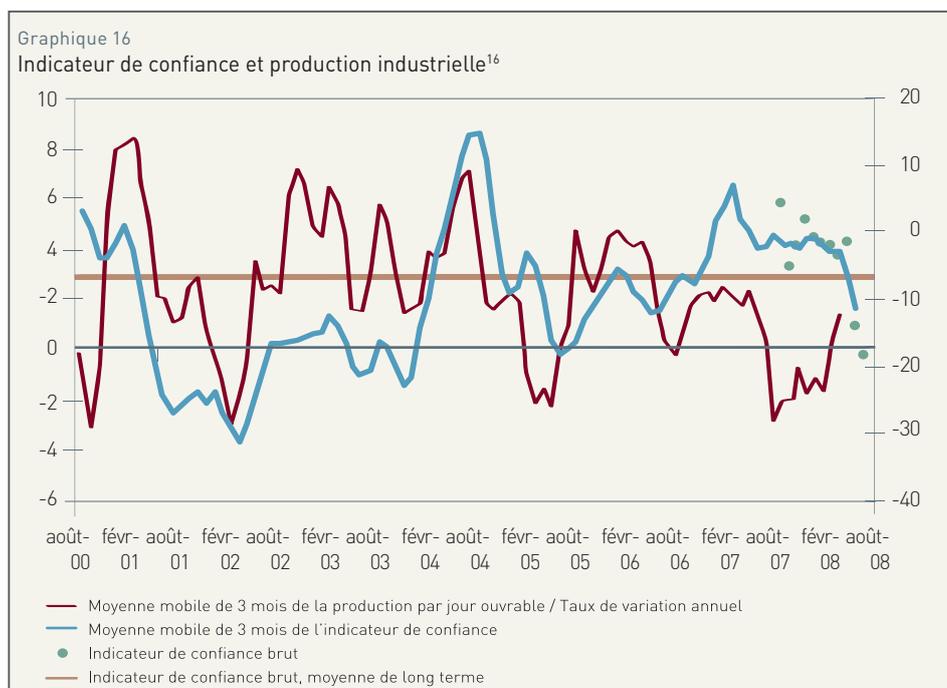
<sup>15</sup> L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

mation pour sa part fait probablement face à des défis structurels puisque son volume de production chute fortement et ceci pour la troisième année consécutive.

Tableau 6  
Indicateurs relatifs à l'industrie (en variation par rapport à la période précédente)

	2006	2007	2008-5 mois	2007-T3	2007-T4	2008-T1
Valeur de la production	9,7	7,1	9,3	3,8	6,0	5,5
Chiffre d'affaires	14,7	4,9	3,6	4,8	-1,0	1,7
Production par jour ouvrable	2,4	0,3	0,0	-2,9	-0,8	-1,8
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	0,3	0,4	-0,1	-0,9	-0,1	-1,8
Biens intermédiaires (ppjo)	6,1	1,1	-2,9	-5,5	-3,8	-5,0
Biens d'équipement (ppjo)	1,3	12,2	12,0	16,7	9,9	8,0
Biens de consommation (ppjo)	-4,3	-6,3	-7,4	-9,6	-8,2	-4,7
Energie (ppjo)	-1,4	-4,3	10,7	6,8	14,2	7,8

Source: STATEC



Source: STATEC, calculs BCL

Dans l'ensemble et ceci depuis la mi-2006, l'évolution de l'activité économique dans l'industrie s'est avérée nettement inférieure à ce qu'avaient laissé préfigurer les enquêtes de conjoncture (voir graphique). Les enquêtes n'ont cessé de signaler une croissance au-dessus de la moyenne historique alors que la production effective a évolué nettement en-dessous de son régime normal.

L'indicateur de confiance basé sur les enquêtes mensuelles de conjoncture avait atteint son sommet en février 2007 pour baisser par la suite. Cependant, même si les chefs d'entreprises avaient légèrement tempéré leur optimisme, l'indicateur s'était maintenu au-delà de la moyenne historique tout au long de l'année 2007 ainsi qu'au début de l'année 2008.

Ceci pourrait indiquer que l'activité de l'économie réelle a été à ce stade peu affectée par les turbulences observées sur les marchés financiers puisque reflétant davantage les problèmes de la sphère financière de l'économie. En juin et juillet 2008 par contre, l'indicateur a chuté considérablement en-dessous de sa moyenne historique, renversant ainsi le scénario conjoncturel prévalant. Certes, le secteur manufacturier de la zone euro a aussi montré des signes de faiblesses. Mais les deux ont probablement sombré sous l'envolée du prix du pétrole à plus de 140\$/bl, une dynamique qui risquait de provoquer un ralentissement général de l'économie mondiale. Si tel a été le cas, le sentiment de confiance des industriels pourrait se rétablir prochainement dans le sillage d'un prix du pétrole qui s'est à nouveau replié vers les 110\$/bl.

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

### 3.3 LA CONSTRUCTION

Les indicateurs conjoncturels dressent un bilan mitigé pour le secteur de la construction. Au cours des cinq premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires progresse de presque 7% sur base annuelle, mais la production en volume affiche un léger déclin. Cette baisse apparente se manifeste aussi bien dans le génie civil que le bâtiment. En revanche, ces données sont sujettes à révision.

En ce qui concerne le bâtiment notamment, d'autres indicateurs à court terme ne valident guère ce scénario et ils pointent plutôt vers un dynamisme ininterrompu, voire croissant de la branche. L'évolution des permis de bâtir au cours des trimestres récents témoigne de la forte demande actuelle et potentielle pour les logements. La demande effective ressort vraisemblablement le mieux à travers l'évolution des crédits immobiliers. Au cours du premier semestre 2008, les nouveaux contrats de crédits immobiliers accordés à des ménages résidents sont en hausse de presque 20% sur base annuelle, donc à peu près au même rythme que l'année précédente. La hausse des taux hypothécaires, qui sont passés de 4,1% en moyenne en 2006 à 4,9% en début d'année 2008, est de nature à temporiser la demande à travers la hausse des charges mensuelles sur prêts à taux variables. Mais son impact semble pour le moins timide à l'heure actuelle. En revanche, le resserrement des conditions financières ne risque pas de passer inaperçu puisque les indicateurs traduisant les difficultés d'accès au logement ont déjà atteint des niveaux historiquement élevés<sup>17</sup>. Il s'avère aussi qu'un assouplissement des conditions d'attribution de crédits – afin de compenser l'effet de la hausse des taux hypothécaires – n'est guère envisageable, puisque les banques ont déjà agi en ce sens par le passé dans le cadre de la forte hausse des prix immobiliers ; de plus, l'enquête de la BCL sur le crédit bancaire indique que l'évolution dans les conditions d'attribution va plutôt dans le sens d'un renversement.

Tableau 7  
Indicateurs relatifs au secteur de la construction (en taux de variation annuel)

	2006	2007	2008-5 mois	2007-T3	2007-T4	2008-T1	2008-T2
Chiffre d'affaires - Total	5,3	5,8	6,7	-1,6	-4,9	9,0	-
Production par jour ouvrable -Total	2,4	1,4	-0,7	-3,2	-4,3	-2,3	-
Production par jour ouvrable -Bâtiment	2,3	0,3	-0,8	-3,9	-3,4	-2,7	-
Production par jour ouvrable -Génie civil	3,2	5,8	-0,6	-0,3	-8,3	-4,6	-
Permis de bâtir <sup>18</sup>	-5,9	12,1	-	-9,4	25,5	-7,9	-
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	13,8	22,1	-	21,9	22,0	12,2	11,4
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	9,4	19,4	-	-0,4	43,5	16,7	21,5
Taux hypothécaires	4,1	4,7	-	4,9	4,9	4,9	4,9

Source: BCL, STATEC

<sup>17</sup> Voir l'encadré aux pages suivantes

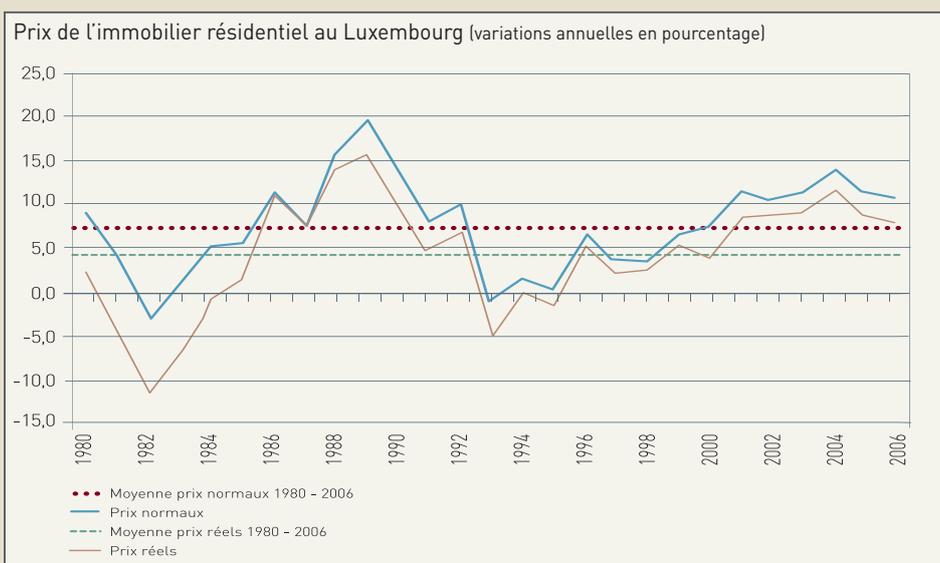
<sup>18</sup> Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

## EVOLUTION DES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL AU LUXEMBOURG

L'inflation des prix de l'immobilier résidentiel<sup>19</sup> est demeurée à un niveau élevé en 2006, bien que se modérant par rapport aux deux années précédentes. En effet, les taux de progression des prix nominaux (réels<sup>20</sup>) de l'immobilier résidentiel se sont établis à 10,9% (8,0%) en 2006, contre 11,5% (8,8%) en 2005 et 14,2% (11,7%) en 2004.

Le taux de progression réel pour 2006 calculé par la BCL contraste nettement avec le rythme moyen annuel établi sur base des indicateurs de «prix proposés à la vente» publiés par l'Observatoire de l'Habitat<sup>21</sup>. Pour 2006, ces indicateurs de l'Observatoire dépeignent en effet un accroissement annuel bien plus modique des prix réels des appartements et des maisons avec des taux de respectivement 3,4% et 5,4%.

Les divergences observées au niveau des évolutions décrites par les chiffres de l'Observatoire et ceux de la BCL, semblent être liées aux différences de méthodologies dans le calcul de ces indicateurs. La BCL utilise les prix de vente officiels publiés par le STATEC, contrairement à l'Observatoire qui se base sur les annonces immobilières qui recensent donc les prix «proposés à la vente» et non pas les prix effectifs des transactions.



Sources: Eurostat, calculs BCL

Le graphique ci-contre montre que les taux de progression nominaux et réels des prix de l'immobilier observés depuis 2001 se situent nettement au-dessus de leurs moyennes historiques calculées sur la période 1980-2006 qui ne sont que de 7,2% et de 4,1% respectivement en termes nominaux et réels. Néanmoins, le rythme de croissance des prix de l'immobilier résidentiel a été encore plus élevé à la fin des années quatre-vingt.

En ce qui concerne la période la plus récente et qui n'est pas couverte par l'indice de la BCL,

l'indicateur de l'Observatoire de l'Habitat, qui est basé sur les annonces immobilières, fait état d'une modération du rythme de croissance des prix en 2007 et début 2008 (cf. tableau ci-dessous).

Indicateurs des prix proposés à la vente dans les annonces immobilières déflatés par l'IPCN (en taux de variation annuel)

	2006Q1	2006Q2	2006Q3	2006Q4	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008 Q2
Appartements	3,9	3,6	3,1	3,3	2,1	0,5	2,1	1,3	1,2	-1,9
Maisons	5,0	7,1	3,9	5,5	1,3	-1,0	-0,1	-1,1	-2,7	-4,0

Source: Observatoire de l'Habitat

19 L'inflation des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg est mesurée ici à l'aide d'un indice construit par la BCL sur base de statistiques officielles relatives aux ventes publiées par le STATEC.

20 L'indice des prix à la consommation national a été utilisé.

21 L'indicateur trimestriel des prix proposés dans les annonces immobilières est élaboré par l'Observatoire à partir d'un relevé systématique, durant la 1<sup>re</sup> semaine de chaque mois, des offres diffusées dans la presse quotidienne et spécialisée et sur internet. Chaque indicateur (pour les maisons et les appartements) est le résultat de l'agrégation d'indices élémentaires calculés par strate (nombre de chambres). Les prix utilisés pour ces calculs sont déflatés mois par mois à partir de l'indice des prix de la consommation national, après rejet des valeurs extrêmes et des doublons. Cet indicateur ne recense pas les prix effectifs des transactions mais simplement les prix de l'offre d'un logement sur le marché immobilier.

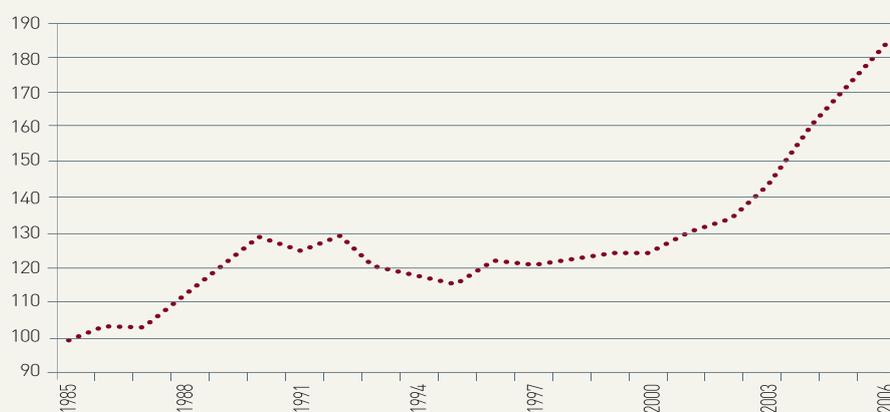
Depuis 2001, le taux de variation annuel des prix de l'immobilier résidentiel a continuellement dépassé la progression annuelle du revenu nominal disponible par tête<sup>22</sup>. Ainsi, après une période de relative stabilité au cours des années 1990, le ratio entre les prix de l'immobilier résidentiel et le revenu nominal disponible des ménages a fortement augmenté depuis 2001, suggérant que la capacité d'achat des ménages a diminué sur cette période (cf. graphique ci-dessous).

Selon une récente publication de l'Observatoire, le «taux d'effort», défini comme le ratio entre le coût du logement (remboursement d'un emprunt) et le revenu disponible d'un ménage, a augmenté de seulement 4,2 points pour les «nouveaux accédants<sup>23</sup>» entre 1996 et 2006. En 2006, les «nouveaux accédants» auraient dépensé 26,4% de leur revenu disponible pour le remboursement d'un emprunt hypothécaire, contre 22,2% en 1996. Toujours selon l'Observatoire, la progression relativement limitée du «taux d'effort» dans le contexte de la flambée des prix observée au cours de la dernière décennie s'expliquerait par un changement dans le comportement des «nouveaux accédants». Les ménages substitueraient de plus en plus les appartements aux maisons et achèteraient des logements plus petits.

L'évolution du rapport entre les prix de l'immobilier résidentiel et les loyers permet d'évaluer l'attraction relative du marché de la location par rapport à l'achat. Il peut aussi être considéré comme un indicateur approximatif du rendement d'un investissement immobilier et donc de la valorisation du marché de l'immobilier. Ce ratio s'est fortement accru depuis 2000 (cf. graphique ci-contre).

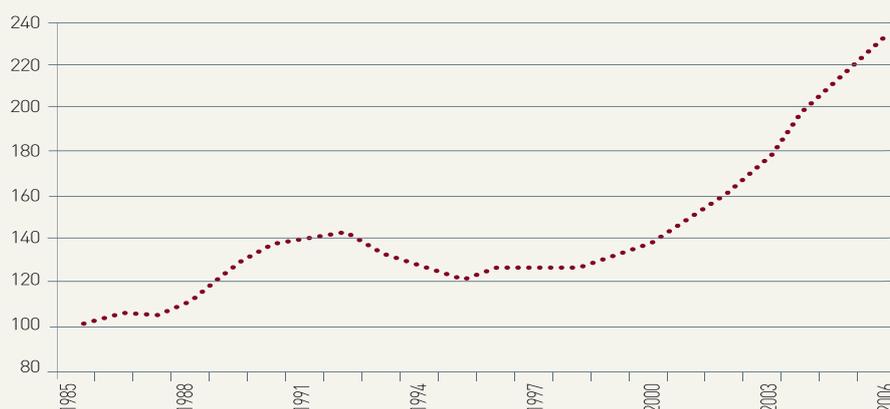
La hausse du ratio prix du logement/loyer au cours de la période récente est liée essentiellement à une forte augmentation des prix de l'immobilier, tandis que les loyers n'ont pas affiché de progression remarquable. Les loyers ont progressé de 2,5% en rythme annuel moyen sur la période 2000-2006. Par contre, les prix nominaux de l'immobilier résidentiel se sont inscrits en fort accroissement sur la même période, soit 11,1% en moyenne.

Ratio entre prix de l'immobilier résidentiel et revenu disponible par tête (1985 = 100)



Source: STATEC, calculs BCL

Ratio entre prix de l'immobilier résidentiel et loyers (1985 = 100)



Source: STATEC, calculs BCL

22 En l'absence de comptes financiers pour le Luxembourg, le revenu disponible est estimé par la BCL sur la base de données partielles disponibles.

23 Définis comme les ménages occupant leur logement depuis moins de 5 ans.

Les niveaux atteints par le ratio entre prix des logements et revenu disponible par tête et le ratio entre prix de l'immobilier résidentiel et loyers pourraient être considérés comme indicateurs de risques accrus d'une surévaluation du marché de l'immobilier résidentiel au cours des dernières années.

Le tableau suivant permet de comparer les taux de croissance des prix du logement dans plusieurs pays membres de l'OCDE.

#### Croissance annuelle des prix nominaux de l'immobilier résidentiel : comparaison internationale

	1996-2000	2001-2006	2004	2005	2006	2007	2007T3	2007T4	2008T1
Luxembourg	5,5	8,8	14,2	11,5	10,9				
Zone euro	3,4	5,3	7,5	7,7	6,5	4,5		4,0	
Allemagne	-0,5	-0,9	-1,9	-2,0	0,0	0,0	5,7	5,7	
France	3,4	7,9	15,2	15,3	12,1	6,6		4,8	
Italie	1,5	5,3	9,9	7,5	6,7	5,7	5,3	4,8	3,8
Espagne	5,2	10,4	18,3	14,6	10,0	5,5	-1,8	-6,0	-8,6
Irlande	20,7	15,8	11,6	11,8	13,4	1,0	4,9		
Pays-Bas	13,6	9,2	4,3	3,9	4,6	4,2			
Royaume-Uni	9,9	10,2	11,9	5,5	6,3	10,9			
Danemark	8,9	9,4	8,9	17,6	21,6	4,3			
Suède	7,4	8,0	9,3	9,0	12,2	10,2			
Suisse	-1,8	0,6	2,4	1,1	2,5	2,1			
Canada	1,7	5,7	9,4	10,0	11,2	11,0			
Australie	5,5	8,2	6,5	1,5	7,8	11,3			
Etat-Unis	4,7	6,6	9,6	11,7	8,0	2,7	1,9	-0,3	-2,9
Japon	-2,4	-3,6	-6,1	-4,8	-3,0				

Source: OCDE, BCE, STATEC, sources nationales, calculs BCL

Après la forte expansion enregistrée au Luxembourg au cours de la dernière décennie, la décélération du rythme de croissance des prix de l'immobilier résidentiel observée depuis 2005 devrait continuer, sans pour autant devenir négatif en termes nominaux. Cette appréciation est également corroborée par des éléments qui sont décrits dans d'autres parties du présent Bulletin, comme l'expansion future de l'offre liée à l'évolution dynamique des permis de bâtir. En outre, la hausse des taux hypothécaires devrait modérer la demande.

### 3.4 LE COMMERCE ET LES AUTRES SECTEURS

À l'opposé de l'industrie et de la construction, le commerce et les autres activités de services se caractérisent par un dynamisme plutôt réconfortant. Au cours du premier trimestre 2008, toutes les branches du commerce affichent un taux de progression annuel du chiffre d'affaires supérieur à la moyenne de 2007. Cette évolution n'est guère surprenante puisque la croissance de l'emploi n'a pas fléchi et que la dynamique des salaires est également restée élevée, malgré la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires. Certes, le ralentissement dans la zone euro, tel qu'il se dessine pour le deuxième trimestre 2008, risque d'affecter les perspectives d'emploi dans les secteurs orientés à l'exportation.

Par contre, l'évolution du chiffre d'affaires dans les autres secteurs de services constitue plutôt une surprise positive. On aurait pu craindre que la stagnation dans l'industrie et le ralentissement dans le secteur financier, conjugué à une période de maîtrise des coûts d'exploitation, plomberait les activités dans les secteurs dépendants. En revanche, au début de l'année 2008, ces chiffres d'affaires sont en accélération, à

la fois dans l'hôtellerie, le transport et les postes et télécommunications. Seules les activités informatiques font face à un repli modéré de leur chiffre d'affaires.

Tableau 8

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

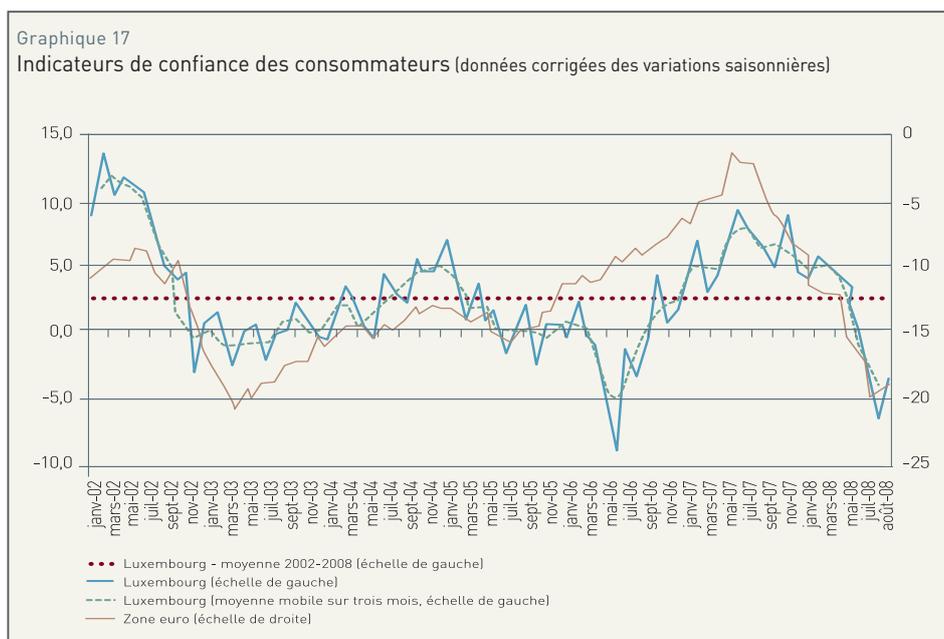
	2006	2007	2007-T2	2007-T3	2007-T4	2008-T1	2008-T2
Immatriculations de voitures	4,7	1,0	-8,7	5,4	11,4	-6,5	10,7
Commerce - total	11,0	9,5	3,3	9,0	16,6	20,7	
Commerce et réparation automobile	5,6	-3,1	-8,3	-0,3	-0,5	1,2	
Commerce de gros	10,7	10,1	4,4	9,9	19,7	30,4	
Commerce de détail	17,1	19,6	12,5	14,9	24,8	13,2	
Commerce de détail (corrige de l'effet des ventes par correspondance)	5,9	3,7	3,1	3,0	4,3	5,5	
Hôtels et restaurants	1,8	3,4	3,3	3,9	7,3	6,8	
Transport - total	8,6	-0,9	15,5	-5,3	-7,1	13,8	
Postes et télécommunications	14,0	9,2	8,3	17,6	6,6	26,6	
Activités informatiques	13,8	7,5	2,9	3,8	21,2	-3,4	
Services fournis principalement aux entreprises	68,8	-58,2	-64,3	-67,8	-59,4	-55,0	

Source: Statec

### 3.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Un affaiblissement progressif de la confiance des consommateurs<sup>24</sup> du Luxembourg a été enregistré depuis le second semestre 2007. Cette évolution reflète vraisemblablement les turbulences sur les marchés financiers et la hausse de l'inflation. L'indicateur de confiance a affiché depuis mai 2008 des valeurs nettement en deçà de sa moyenne de long terme (cf graphique). Cependant, cet indicateur a reculé un peu moins au Luxembourg depuis l'été 2007, que dans l'ensemble de la zone euro.

S'il s'est manifesté dans toutes les composantes, le recul observé depuis la mi-2007 est en grande partie imputable à la forte dégradation des anticipations des consommateurs quant à la situation économique générale au Luxembourg (cf. tableau).



Sources: BCL et Commission européenne

24 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 9

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

	Anticipations sur les douze prochains mois				
	Indicateur de confiance des consommateurs	Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargne des ménages
<b>2006</b>					
août	- 1	- 9	34	- 1	40
septembre	5	2	31	0	47
octobre	1	- 8	31	0	42
novembre	2	- 6	31	3	40
décembre	5	- 6	26	2	50
<b>2007</b>					
janvier	7	1	25	0	52
février	3	- 6	28	2	46
mars	5	1	25	1	41
avril	7	0	22	3	47
mai	9	5	18	3	48
juin	7	2	22	2	47
juillet	7	3	19	4	42
août	7	0	21	1	47
septembre	5	- 7	22	- 2	50
octobre	9	1	20	4	52
novembre	5	- 8	15	- 1	44
décembre	4	- 8	16	- 1	41
<b>2008</b>					
janvier	6	- 7	19	0	50
février	5	- 11	19	1	51
mars	5	- 11	15	- 1	47
avril	4	- 17	13	- 2	47
mai	- 1	- 20	19	- 9	45
juin	- 2	- 23	17	- 10	44
juillet	- 6	- 24	29	- 10	37
août	- 3	- 22	28	- 9	45

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.

### 3.6 LE MARCHÉ DU TRAVAIL

#### 3.6.1 L'emploi

Après s'être encore accélérée tout au long de l'année 2007, la croissance de l'emploi s'est stabilisée autour d'une progression annuelle soutenue de 5,3% au cours des sept premiers mois de 2008, suivant ainsi avec un retard le ralentissement de l'activité économique. L'emploi total a ainsi atteint 354 647 personnes occupant un emploi en juillet 2008. Le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières s'est lui aussi inscrit dans ce changement de tendance, passant d'une baisse au cours de 2007 à une hausse de 4,2% à 4,4% entre janvier et juillet 2008.

Du côté des composantes de l'emploi total, la hausse de l'emploi salarié et celle de l'emploi indépendant se sont globalement stabilisées autour de 5,4% et de 2,6% respectivement, en moyenne au cours des sept premiers mois de 2008. Plus en détail, l'évolution de l'emploi salarié au cours des quatre premiers mois de 2008<sup>25</sup> s'explique essentiellement par la quasi-stabilisation de la croissance au sein du secteur des services principalement fournis aux entreprises (responsables de deux-cinquièmes de la croissance de l'emploi observée)

25 La décomposition sectorielle de la croissance de l'emploi salarié n'est disponible que pour les quatre premiers mois de 2008.

ainsi qu'au sein des secteurs de la construction et des transports et télécommunications (responsables d'un dixième de la croissance de l'emploi).

Par ailleurs, tant la croissance de l'emploi national que celle de l'emploi frontalier se sont inscrites dans ce schéma de stabilisation de la croissance pour finalement afficher respectivement 3,2% et 8,2% en moyenne au cours des sept mois sous revue. Plus en détail, le nombre de travailleurs frontaliers est sur le point de franchir le seuil de 150 000 personnes en juillet 2008 (148 166 plus précisément). Leur poids dans les nouveaux emplois créés et dans l'emploi total au cours des sept premiers mois de l'année 2008 est demeuré quasi-stable: ils représentaient respectivement deux tiers des nouveaux emplois et deux cinquièmes de l'emploi total. Par conséquent, l'emploi national, qui s'élève à 216 516 personnes en juillet 2008, voit aussi sa part se stabiliser dans les créations d'emplois.

En ce qui concerne les perspectives pour 2008, une attitude réservée semble toujours justifiée, en particulier à partir du second semestre car le ralentissement de la conjoncture qui se dessine depuis 2007 et qui a déjà provoqué un plafonnement de la croissance de l'emploi au cours des sept premiers mois de 2008 pourrait à terme conduire à un infléchissement de la progression de l'emploi.

Tableau 10

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
<b>2003</b>	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,4%	5,2%	3,7%
<b>2004</b>	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%	5,1%
<b>2005</b>	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%	4,5%
<b>2006</b>	4,1	0,0	3,9	6,7	2,0	2,2	4,4%	4,4%	6,3%	4,7%
<b>2007</b>	4,6	1,7	4,5	7,9	2,2	2,2	4,4%	4,4%	6,1%	4,1%
<b>2007T4</b>	5,1	2,1	4,9	8,3	2,7	2,4	4,4%	4,3%	5,9%	4,0%
<b>2008T1</b>	5,4	2,6	5,3	8,3	3,2	2,8	4,4%	4,2%	5,9%	4,0%
<b>2008T2</b>	5,4	2,7	5,3	8,1	3,3	3,2	4,1%	4,3%	5,5%	4,1%
avr.-08	5,4	2,8	5,2	8,0	3,3	3,1	4,2%	4,3%	5,7%	4,0%
mai-08	5,5	2,7	5,3	8,1	3,3	3,2	4,1%	4,3%	5,5%	4,1%
juin-08	5,5	2,6	5,3	8,2	3,2	3,2	4,0%	4,4%	5,4%	4,1%
juil.-08	5,5	2,3	5,3	8,1	3,2	3,3	4,1%	4,4%	5,4%	n.d

Sources: IGSS, STATEC, Eurostat et calculs BCL

\* Les données concernant l'emploi de mai à juillet 2008 sont des estimations

### 3.6.2 Le chômage

Alors que l'année 2007 s'était caractérisée sur le front du chômage par une note plus positive que les années précédentes, les sept premiers mois de 2008 présentent un changement de tendance. De fait, bien que le taux de chômage au sens «strict» non-ajusté pour les variations saisonnières ait baissé au cours du premier semestre de 2008 (de 4,6% à 4,0% entre janvier et juin 2008) puis augmenté en juillet 2008 (à 4,1%), le taux de chômage ajusté pour les variations saisonnières a quant à lui augmenté graduellement tout au long des sept premiers mois de 2008 (de 4,2% à 4,4% entre janvier et juillet 2008). Plus encore, si l'on exclut les demandeurs d'emploi handicapés<sup>26</sup> et les demandeurs d'emploi à capacité de travail réduite<sup>27</sup> qui sont inscrits dans les statistiques du chômage pour des raisons administratives, le taux de chômage désaisonnalisé a également affiché une hausse au cours des sept premiers mois de 2008, ce qui

26 Il s'agit des STH, c'est-à-dire de l'ensemble des demandeurs d'emploi inscrits auprès de l'ADEM présentant une diminution de leur capacité de travail de 30 % au moins et qui sont reconnus aptes à exercer un emploi salarié sur le marché du travail ordinaire ou dans un atelier protégé y compris un certain nombre de personnes bénéficiant également d'une décision de reclassement externe.

27 Il s'agit des CTR, c'est-à-dire de l'ensemble des travailleurs à capacité de travail réduite bénéficiaires d'une décision de reclassement externe prise par la commission mixte de reclassement des travailleurs incapables à exercer leur dernier poste de travail en application des dispositions L. 551-1. et suivantes du Code du travail y compris un certain nombre de personnes

dénote une détérioration de la situation de fond. Le plafonnement de la progression de l'emploi national et la perte d'efficacité de l'appariement entre l'offre et la demande de travail sont en partie à l'origine de cette hausse observée du taux de chômage désaisonnalisé.

Le «noyau dur» du chômage a pâti de l'orientation moins favorable empruntée par le marché de l'emploi au cours des sept premiers mois de 2008. En effet, les groupes affectés par un chômage élevé, à savoir les chômeurs disposant d'un niveau d'éducation inférieur, les chômeurs de plus de 50 ans ainsi que les chômeurs de longue durée (plus de 12 mois) ont tous enregistré une hausse de leur part relative dans l'ensemble de la population au chômage. Désormais, au cours des sept premiers mois de 2008, 22% des chômeurs sont âgés de plus de 51 ans et plus de la moitié (53%) ne disposent que d'une formation initiale de niveau inférieur. En outre, la hausse du nombre de demandeurs d'emploi de longue durée est allée de pair avec la baisse du nombre de chômeurs indemnisés. Ces derniers représentent désormais moins de la moitié des chômeurs (49% au cours de la période sous revue). Un point positif ressort toutefois, la baisse après six années de hausse du nombre de jeunes de moins de 26 ans au chômage (il est passé de 1780 à 1492 jeunes chômeurs entre janvier et juillet 2008).

Le taux de chômage au sens «large», qui englobe les chômeurs dans une mesure de mise au travail ou de formation continue son recul tout au long des sept premiers mois de 2008 (5,4% en juillet 2008 ou 12 269 personnes). Cette évolution s'explique à la fois par la baisse de la composante «stricte» de ce taux de chômage non désaisonnalisé ainsi que par la diminution du nombre de mesures spéciales pour l'emploi entre janvier et juillet 2008 (de 3 318 à 2 999 personnes en mesures). Soulignons que les trois mesures de réinsertion CATPR<sup>28</sup>, CATPU<sup>29</sup> et SIE<sup>30</sup> ont été progressivement remplacées par le CAE<sup>31</sup> et le CIE<sup>32</sup>. Ces deux dernières mesures visent à fournir aux jeunes une formation afin de favoriser leur insertion dans le marché du travail. En outre, l'ensemble des autres mesures pour l'emploi a affiché une progression annuelle globale de 5% au cours des sept premiers mois de 2008. Soulignons que la progression annuelle substantielle du nombre de personnes en mesures MT<sup>33</sup> de 25% au cours de la période sous revue est particulièrement intéressante puisque cette mesure est l'une des plus efficaces à court et long terme pour la réinsertion dans un poste d'emploi normal<sup>34</sup>.

### 3.6.3 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 3,5% en moyenne au cours des quatre premiers mois de 2008 (après 4,6% l'année précédente à la même période). La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que c'est la moindre contribution de l'indexation (1,3pp au cours des quatre premiers mois de 2008 après 2,5pp l'année précédente à la même période) qui est à l'origine de cette évolution, la contribution des «autres composantes» étant demeurée quasi-stable (2,2pp au cours des quatre premiers mois de 2008 après 2,1pp l'année précédente à la même période). Cette stabilisation de la part contributive des «autres composantes» pourrait être liée à la croissance de l'emploi qui, en dépit de son plafonnement, est toujours particulièrement robuste et qui aurait ainsi soutenu la contribution des salaires négociés.

28 CAT PR: Contrat d'Auxiliaire Temporaire du secteur privé

29 CAT PU: Contrat d'Auxiliaire Temporaire du secteur public

30 SIE: Stage d'Insertion en Entreprise

31 CAE: Contrat appui-emploi – pour jeunes demandeurs d'emploi de moins de trente ans accomplis recevant une initiation et/ou une formation pratique et théorique en vue d'augmenter leurs compétences et faciliter leur intégration sur le marché du travail.

32 CIE: Contrat d'initiation-emploi - pour jeunes demandeurs d'emploi de moins de trente ans accomplis recevant une formation pratique facilitant l'intégration sur le marché du travail.

33 MT: Mise au Travail qui se caractérise par une occupation à des travaux d'utilité publique de demandeurs d'emploi indemnisés.

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

Tableau 11

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

		2004	2005	2006	2007	2007 - quatre mois	2008 - quatre mois
Contribution à la croissance en points de pourcentage	Indexation	2,1	2,5	2,1	2,3	2,5	1,3
	Autres composantes	1	1	1,4	1,6	2,1	2,2
Variation annuelle en %	Coût salarial total	3,1	3,5	3,5	3,8	4,6	3,5

Source: IGSS

### 3.7 LE SECTEUR FINANCIER

Dans son ensemble le secteur financier luxembourgeois a bien résisté à la crise de l'immobilier américain et de ses conséquences tant sur les marchés financiers internationaux que sur la situation macroéconomique dans les principales zones économiques.

Bien que son impact sur le secteur financier luxembourgeois soit indéniable, ce dernier semble nettement moins sévère que ceux observés dans d'autres centres financiers internationaux. La bonne tenue de la place financière luxembourgeois s'explique tant par le développement de l'industrie des OPC que celui des activités bancaires.

Le développement des organismes de placement collectif luxembourgeois se confirme notamment par le rythme accru de la création de nouvelles entités ainsi que l'apport net en capital, bien que moins important qu'au cours des dernières années. Cette évolution favorable n'est entachée que par l'évaluation moindre des actifs sous gestion en raison des turbulences des marchés boursiers internationaux.

Les banques luxembourgeoises, quant à elles, affichent de bons résultats semestriels; en effet, ces derniers se situent pratiquement au même niveau que ceux de l'année record 2006. Ce maintien du niveau des résultats, en dépit d'un léger recul du solde net sur commissions, s'explique notamment par la croissance importante de la marge sur intérêts. Cette dernière résulte essentiellement de l'excellente situation de liquidité des banques qui leur a permis de profiter des primes de risque payées par les intermédiaires financiers au cours des premiers mois de l'année ainsi que d'une diversification accrue des activités. Dans ce contexte on notera que divers groupes internationaux, dont en particulier les banques allemandes, concentrent une partie de leur activité de crédit à Luxembourg permettant ainsi aux entités luxembourgeoises d'améliorer leurs revenus d'intérêts.

Finalement, on notera également que la création nette d'emplois dans le secteur financier se stabilise à un niveau remarquable. Ce développement trouve en partie ses origines dans les facteurs précités tels que la reprise de l'activité crédit dans les banques et le rythme encore soutenu de la création d'OPC luxembourgeois.

#### 3.7.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit

L'année 2008 a été caractérisée par une baisse nette du nombre d'établissements de crédit présent sur la place bancaire luxembourgeoise. Ainsi, au 31 juillet 2008, le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistré est de 153, soit une diminution de trois unités par rapport à la fin de l'année 2007. Dans le détail, le recensement arrêté au 31 juillet 2008 fait état d'une fermeture et de deux fusions pour l'année en cours.

Tableau 12  
L'évolution du nombre d'établissements de crédit au Luxembourg

	Constitution	Retrait	Remarque
Crédit Agricole Luxembourg Bank		26.04.2008	Fusion avec Crédit Agricole Luxembourg
Banca Antonveneta S.p.A., succursale de Luxembourg		30.06.2008	
Capitalia Luxembourg S.A.		01.07.2008	Fusion avec UniCredit International Bank (Luxembourg) S.A.

Source: BCL

Graphique 18  
Nombre et origine géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



Source: BCL

Les deux fusions montrent que le processus de concentration des activités dans le secteur bancaire n'est pas achevé: les activités du Crédit Agricole Luxembourg Bank ont été intégrées dans celles du Crédit Agricole Luxembourg, tandis que Capitalia Luxembourg S.A. et UniCredit International Bank (Luxembourg) S.A. ont fusionné. Pour sa part, Banca Antonveneta S.p.A. a cessé ses activités au Luxembourg.

En ce qui concerne la répartition géographique des banques, on notera qu'avec 43 unités présentes, les banques allemandes dominent l'activité sur la place bancaire luxembourgeoise.

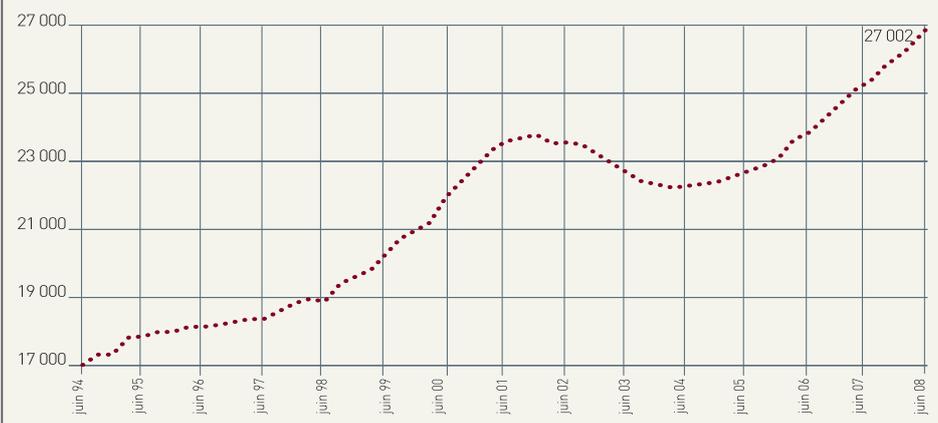
Par ailleurs, fin juillet 2008, on dénombrait 15 banques françaises, 14 belges, 12 suisses, 11 italiennes et 7 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 43 banques d'origine allemande, les banques de ces 6 pays représentent 66,7% du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

### 3.7.2 L'effectif dans les établissements de crédit

Au 30 juin 2008, les banques luxembourgeoises employaient 27 002 personnes, contre 26 139 au 31 décembre 2007, ce qui représente une création nette de 863 emplois sur le premier semestre. Sur un an, le

secteur bancaire luxembourgeois a créé 1 583 emplois, générant ainsi une progression de l'emploi de 6,2%. Cette tendance à l'accroissement des effectifs est observable depuis le premier semestre 2004, avec une nette accélération à partir de 2006. Les informations prises par la Banque centrale du Luxembourg auprès des banques luxembourgeoises indiquent que la très bonne tenue de l'emploi bancaire est en grande partie liée à la progression des activités de banque dépositaire. De manière plus marginale, la mise en place technique des nouvelles normes comptables

Graphique 19  
Evolution de l'effectif des banques entre juin 1994 et juin 2008.



Source: BCL

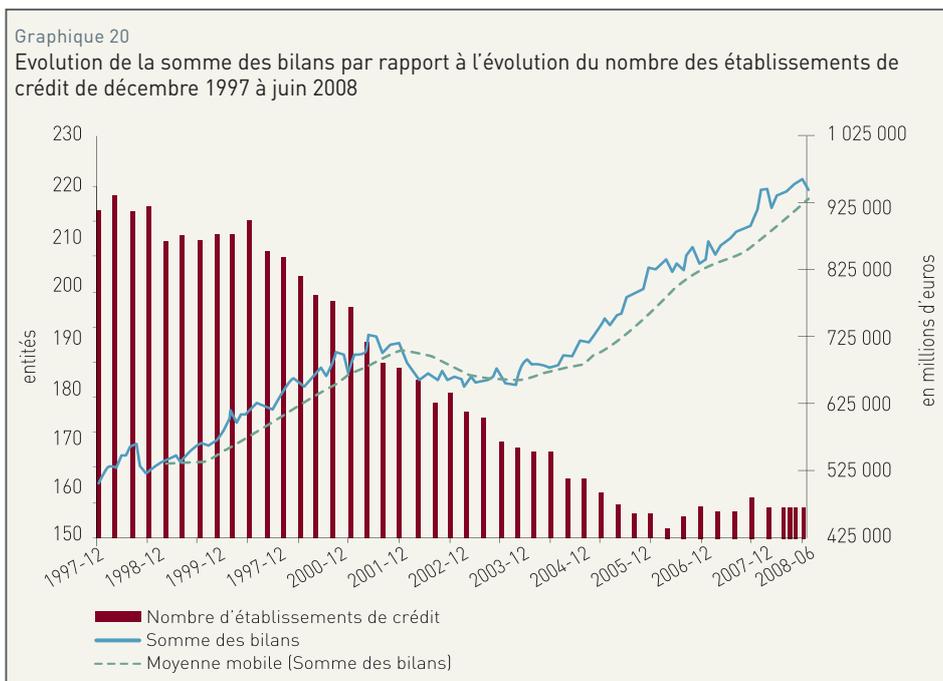
IAS/IFRS a également nécessité le recours à une main d'œuvre qualifiée plus nombreuse. Il convient cependant de rester prudent dans la mesure où le risque de prolongement de la crise financière actuelle, ainsi que sa contagion à d'autres compartiments des marchés financiers, pourrait à terme peser sur l'emploi bancaire.

La décision prise à la fin du mois d'août par Banca Sella de supprimer 45 emplois en est l'illustration. Par ailleurs, il semble difficile à l'heure actuelle de déterminer l'impact en matière d'emplois du rachat de Dresdner Bank (459 emplois à Luxembourg) par Commerzbank (319 emplois). Au 9 Septembre, le groupe HSH Nordbank indique également son intention de supprimer 200 emplois en dehors d'Allemagne. Sans oublier le transfert annoncé mais non encore réalisé d'une part importante des activités de Clearstream Luxembourg vers la République tchèque.

### 3.7.3 Le bilan des établissements de crédit

En dépit d'une volatilité importante sur les marchés boursiers, des niveaux record des prix des matières premières, ainsi que du prolongement de la crise américaine des crédits «subprime», les banques luxembourgeoises ont continué de développer le volume de leurs activités au cours du premier semestre de l'année en cours. Ainsi, le premier trimestre de l'année 2008 s'est montré très prometteur avec un accroissement de la somme de bilan agrégée de 2,6% par rapport au 31 décembre 2007 pour atteindre 939 299 millions d'euros au 31 mars. Le second trimestre, quant à lui, a été marqué par un apaisement du taux de croissance qui s'est limité à 0,5% portant ainsi la somme agrégée des bilans à 943 555 millions d'euros au 30 juin 2008.

Sur base annuelle, c'est-à-dire de juin 2007 à juin 2008, la somme de bilan affiche un taux de croissance de 7,1%, soit un taux de croissance supérieur à la moyenne annuelle de 5,7% observée au cours des huit dernières années 2000-2007. En termes bruts, la somme de bilan agrégée s'est accrue de 62 573 millions d'euros entre juin 2007 et 2008.



Le graphique ci-contre illustre, d'une part, la réduction du volume d'activités au cours des années 2002 et 2003 puis, d'autre part, la hausse du volume d'activités observée entre fin 2004 et la mi 2008. Une analyse plus approfondie permet de constater que la composition du bilan est dominée par les créances et les dettes interbancaires avec des poids relatifs respectifs de 50,6% et 49,9%.

Le raffermissement du volume d'activités, dont la mesure objective repose sur la somme des bilans des banques, s'est manifesté de manière différente au passif et à l'actif. A l'actif, on notera en premier lieu la progression des créances sur la clientèle et celle des créances interbancaires. Au passif, le renforcement de l'activité de refinancement passe en grande partie par les dettes interbancaires.

## La structure et les composantes des bilans agrégés

Tableau 13

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 <sup>1)</sup>
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	440 925	471 086	477 293	36 368	8,2	6 207	1,3	50,6
Créances sur la clientèle	174 689	204 367	211 162	36 473	20,9	6 795	3,3	22,4
Portefeuille titres	239 063	230 632	227 481	-11 582	-4,8	-3 151	-1,4	24,1
Autres actifs	26 306	33 214	27 619	1 314	5,0	-5 595	-16,8	2,9
<b>Total de l'actif</b>	<b>880 932</b>	<b>939 299</b>	<b>943 555</b>	<b>62 573</b>	<b>7,1</b>	<b>4 256</b>	<b>0,5</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des actifs

A l'actif, on notera surtout l'accroissement de 20,9% (36 473 millions d'euros) des créances sur la clientèle entre juin 2007 et juin 2008. Ainsi, le poids relatif des créances sur la clientèle a augmenté de 19,8% à 22,4% entre les 30 juin 2007 et 2008. Cette hausse confirme qu'un certain nombre de banques (dont surtout des banques allemandes) concentrent une partie de leur activité de crédit dans les entités luxembourgeoises du groupe, permettant ainsi une diversification accrue des activités des entités luxembourgeoises qui constituent une base essentielle pour garantir de bonnes performances à un moment où les activités de gestion d'actifs souffrent des effets des perturbations sur les marchés financiers. Notons finalement qu'au niveau trimestriel le taux de croissance des créances sur la clientèle est de 3,3% (6 795 millions d'euros) entre mars et juin.

Au cours des 12 derniers mois les créances interbancaires ont également fortement progressé, augmentant de 36 368 millions d'euros (+8,2%) pour s'élever à 477 293 millions d'euros au 30 juin 2008. En ce qui concerne les créances interbancaires, on notera qu'au cours des 9 derniers mois elles affichent des taux de croissance annuels nettement supérieurs au niveaux historiques; ce dynamisme résulte essentiellement de l'excellente situation de liquidité des banques luxembourgeoises qui leur a permis de profiter des primes de risque payées sur les marchés monétaires pour augmenter le volume des créances interbancaires et ainsi générer des marges accrues sur cette activité.

Finalement, seul le portefeuille titres s'est trouvé pénalisé par la mauvaise performance des marchés boursiers. Le volume du portefeuille de titres s'est contracté de 11 582 millions d'euros (4,8%) sur un an, dont 3 151 millions d'euros (1,4%) pour le seul deuxième trimestre 2008. Dans ce contexte, on notera que le portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe s'est contracté de 14 637 millions d'euros (-0,7%) alors que le portefeuille de valeurs mobilières à revenu variable s'est accru de 3 055 millions d'euros (1,5%). Les banques luxembourgeoises ont en effet continué d'acquérir des participations qui leur ont permis de générer des revenus de dividendes croissants au cours des dernières années. La baisse du volume du portefeuille de valeurs mobilières à revenu fixe s'explique essentiellement par une évaluation moindre des titres; en effet, la quasi certitude qu'il n'y aura à court terme plus de baisses des taux d'intérêt ainsi que la montée des pressions inflationnistes ont lourdement pesé sur les prix des obligations.

Les autres actifs, quant à eux, ont progressé de 1 314 millions d'euros (+5,0%) sur un an alors qu'ils ont affiché une forte baisse de 5 595 millions d'euros (-16,8%) durant le deuxième trimestre 2008. Soulignons que les encours des autres actifs ont augmenté de 19,8% au premier trimestre 2008 suite à l'introduction des normes IAS/IFRS, qui imposent la comptabilisation des produits dérivés au bilan et non plus au hors bilan, comme cela était encore le cas en 2007. La baisse de l'encours, observée entre mars et juin

2008, trouve en premier lieu son origine dans la réduction des encours de produits dérivés, mais aussi, en deuxième lieu, dans la mise en place des normes IAS/IFRS; ces dernières ayant donné lieu à certaines moins values sur des produits dérivés.

Tableau 14

## Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif 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 <sup>1)</sup>
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 - 2008/06		2008/03 - 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	421 464	463 976	470 945	49 481	11,7	6 969	1,5	49,9
Dettes envers la clientèle	299 024	312 492	308 441	9 416	3,1	-4 051	-1,3	32,7
Dettes représentées par un titre	91 268	82 180	85 117	-6 151	-6,7	2 938	3,6	9,0
Autres passifs	69 225	80 651	79 052	9 826	14,2	-1 600	-2,0	8,4
<b>Total du passif</b>	<b>880 982</b>	<b>939 299</b>	<b>943 555</b>	<b>62 573</b>	<b>7,1</b>	<b>4 256</b>	<b>0,5</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des passifs

Les conclusions tirées de l'analyse de l'actif du bilan agrégé peuvent également s'appliquer à l'analyse du passif; en effet, la majeure partie de la progression en volume des activités provient du poste relatif aux dettes interbancaires. Sur base annuelle leur encours progresse de 49 481 millions d'euros, atteignant 470 945 millions d'euros au 30 juin 2008, soit une croissance de 11,7% mesurée sur un an, particulièrement remarquable entre mars et juin 2008 avec 1,5% soit 6 969 millions d'euros. Dans ce contexte, on notera également que l'excédant de l'actif interbancaire s'est nettement comprimé au cours des 18 derniers mois et que les actifs et passifs interbancaires ont été pratiquement en équilibre fin mai 2008. Cette situation résulte essentiellement d'une croissance des passifs interbancaires nettement supérieure à celle des actifs interbancaires.

Les dettes envers la clientèle n'ont que modestement progressé (+3,1%) sur l'année écoulée. Au deuxième trimestre de l'année sous revue une baisse de 1,3% soit 4 051 millions d'euros s'observe même. La quasi totalité de cette baisse, qui est survenue au mois de juin 2008, s'est trouvée surcompensée par les dépôts interbancaires.

Le refinancement sous forme de dettes représentées par un titre a baissé de 6,7% (6 151 millions d'euros) sur l'année écoulée pour se reprendre, en termes d'activités, au deuxième trimestre 2008 à hauteur de 3,6% (2 938 millions d'euros).

A la fin de juin 2008 les autres passifs des banques luxembourgeoises se chiffrent à 79 052 millions d'euros. Comme les autres actifs, les autres passifs sont également fortement influencés par les nouvelles normes d'IAS/IFRS. Un sursaut en janvier 2008 de 7 562 millions d'euros contribue au développement favorable de l'évolution annuelle de 14,2% (9 826 millions d'euros). Entre mars et juin de cette année la dite position qui représente 8,4% du total du bilan agrégé, s'est légèrement tassée de 2,0% (1 600 millions d'euros) sur le trimestre pour atteindre 79 052 millions d'euros au 30 juin 2008.

Sur base annuelle, le renforcement de l'activité est confirmé par l'analyse à partir de la somme moyenne de bilan par banque. A cet égard, le nombre d'établissements de crédit a trouvé un niveau de 155 unités au cours de juin 2007 pour se réduire légèrement à 154 unités, au 30 juin 2008. Parallèlement, le bilan moyen par banque est passé de 5 684 millions d'euros à 6 127 millions d'euros (+7,8%) au cours de la même période.

Finalement, on remarque une légère hausse de 480 millions d'euros (0,1%) par rapport au 30 juin 2008, la tendance pour juillet 2008 confirme le renforcement de la somme de bilans observé au premier trimestre 2008.

## EVOLUTION DE LA SOMME DE BILAN AGRÉGÉE DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES ET DES BANQUES DE LA ZONE EURO

La comparaison de la somme de bilan agrégée des banques luxembourgeoises avec celle des banques de la zone euro révèle que le volume d'activités des banques luxembourgeoises progresse moins vite que celui des banques de la zone euro. En effet, face à une croissance annuelle moyenne de 6,2% entre 1999 et 2007 pour les banques luxembourgeoises, on notera une croissance moyenne pour la zone euro (élargie à la Grèce en 2001, la Slovaquie en 2007, Chypre et Malte en 2008) de 8,2%. On remarquera également que si l'on ne tient pas compte des différents élargissements, la croissance bilantaire de la zone euro (à 11 membres) ne dévie guère des 8,2%.

Dans ce contexte, on notera que sur l'ensemble de la période sous revue la croissance de la somme de bilan des banques luxembourgeoises, comme celle de nombreux autres Etats membres, affiche une plus grande volatilité que celle des banques de la zone euro. En effet, la croissance de la somme de bilan agrégée de la zone euro offre une courbe beaucoup plus lisse et harmonisée. Notons également qu'au niveau individuel des Etats membres, les taux de croissance sont fortement influencés par la structure des bilans, par l'évolution politique et par la date d'entrée dans la zone euro (par exemple, les pays qui ont rejoint la zone euro après l'année 2000 affichent une croissance plus importante que la zone euro). Cette comparaison ne prend pas en compte le risque, en particulier sur le côté actif, ni les aspects prudentielles, qui peuvent être estimés comme peu significatifs si l'on considère que les banques luxembourgeoises présentent un bilan traditionnellement marqué par l'importance des crédits et dépôts interbancaires.

Le graphique ci-dessus illustre l'évolution du taux de croissance de la somme de bilan agrégée du secteur bancaire luxembourgeois par rapport à la zone euro. Le recul des activités, observé en 2002 s'explique en grande partie par l'éclatement de

Croissance annuelle de la somme de bilan des établissements de crédits de Luxembourg en comparaison avec celles de la zone euro



Source: BCL

la bulle spéculative des marchés boursiers ainsi que par un environnement économique international défavorable ; ce ralentissement économique était déjà perceptible dès 2000, mais il ne s'est manifesté dans la somme de bilans des banques luxembourgeoises qu'avec un certain retard. A coté du ralentissement de l'activité interbancaire, ce sont également les activités crédit et dépôt avec la clientèle non résidente qui ont favorisé la baisse des activités de bilan. De plus, la crise des années 2001-2002 a également donné lieu à une perte de volume d'activités par la diminution du nombre d'établissements de crédit, à concurrence de douze unités, un certain nombre de groupes internationaux ayant reconsidéré leur présence au Luxembourg.

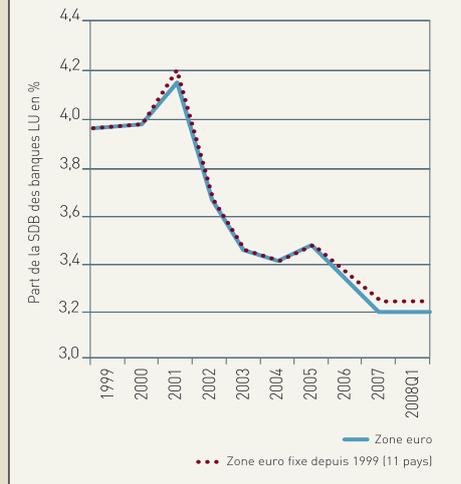
Des mesures de restructuration ont aidé à porter la croissance annuelle à 14,0% en 2005. Après cet envol, la croissance mesurée en 2006 et 2007 est demeurée forte avec une moyenne de 7,5%. Néanmoins, sur ces deux années, les banques de la zone euro voient leur activités en hausse de 11,8% (zone euro) et 11,7% (zone euro fixe depuis 1999, 11 pays) en moyenne.

Le premier trimestre 2008 fait ressortir une croissance annuelle de 9,1% pour les établissements de crédits luxembourgeois, bien que l'environnement économique soit devenu beaucoup plus sombre en raison, notamment, de la propagation de la crise américaine des crédits «subprime». Toutefois, dans le même temps, les banques de la zone euro ont affiché une croissance annuelle de 11,5% (zone euro) ou 10,8%, si l'on prend en compte la zone euro avec une composition

fixe depuis 1999, soit 11 pays.

Le graphique suivant montre l'évolution de la part de la somme de bilan des banques luxembourgeoises dans celles de la zone euro. Au début de la création de la zone euro, en 1999, la part du Luxembourg était de 3,9%, en 2001 un point haut était enregistré avec une part de 4,1% pour descendre ensuite quasi continuellement et atteindre au 31 mars 2008 un niveau de 3,2% de la zone euro (3,3% dans la composition fixe depuis 1999 à 11 pays).

Part de la somme de bilan des établissements de crédits à Luxembourg en comparaison avec celles de la zone euro



Source: BCL

## Les crédits à la clientèle non-bancaire

### Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente se sont élevés à 68 481 millions d'euros au 30 juin 2008, contre 45 746 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une croissance de 49,7%. Au cours du second trimestre de l'année sous revue, les crédits à la clientèle non bancaire affichent une progression de 8,6%, soit 5 408 millions d'euros.

Sur base annuelle, les crédits aux autres intermédiaires financiers sont en forte hausse de 17 863 millions d'euros (98,8%). Cette pousse s'explique à la fois par le développement en nombre des autres intermédiaires financières, promu par un cadre légal propice au développement des activités, par les incertitudes qui pèsent sur les marchés boursiers et par le manque de liquidité qui a provoqué un envol de la demande des autres intermédiaires financières tout au long de l'année écoulée. A la suite de la progression du volume des créances sur les autres intermédiaires financiers, qui s'est élevé à 35 948 millions d'euros en milieu d'année 2008, ces dernières représentent désormais plus de la moitié des crédits au secteur non bancaire résident (52,5%).

Avec un encours total de 17 230 millions d'euros au 30 juin 2008, les crédits aux ménages représentent 25,2% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire résident. Ces derniers ont affiché des progressions de 10,3% par rapport la situation au 30 juin 2007 et de 2,8% par rapport à celle observée fin mars 2008. Les crédits aux ménages résidents continuent d'être fortement orientés vers les besoins de financement des projets immobiliers; en effet, 83,8% de crédits accordés aux ménages résidents sont destinés au financement immobilier.

Tableau 15

## 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 <sup>1)</sup>
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 628	1 767	1 792	164	10,1	25	1,4	2,6
Autres intermédiaires financiers	18 085	32 761	35 948	17 863	98,8	3 186	9,7	52,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	213	223	206	-7	-3,4	-17	-7,7	0,3
Sociétés non financières	10 205	11 564	13 306	3 101	30,4	1 742	15,1	19,4
Ménages & ISBLM	15 616	16 757	17 230	1 614	10,3	472	2,8	25,2
Crédits à la consommation	1 233	1 210	1 228	-6	-0,4	18	1,5	7,1
Crédits immobiliers	12 976	14 078	14 445	1 470	11,3	367	2,6	83,8
Autres crédits	1 407	1 470	1 557	150	10,7	87	5,9	9,0
<b>Total</b>	<b>45 746</b>	<b>63 072</b>	<b>68 481</b>	<b>22 734</b>	<b>49,7</b>	<b>5 408</b>	<b>8,6</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

La demande de crédits immobiliers reste forte en raison notamment de l'étalement sur une longue période des tranches de financements dans le cadre des constructions neuves. Même si un tassement des encours des crédits immobiliers aux ménages (de 19 millions d'euros) avait pu être observé au mois d'avril 2008 la tendance s'est inversée en mai et en juin 2008 avec une progression cumulée de 367 millions d'euros, soit 2,6%. Ces derniers ont atteint un niveau de 14 445 millions d'euros à la fin du mois de juin 2008. Ainsi, la baisse des autorisations à bâtir observée au premier trimestre 2008 (-12% sur base annuelle pour les maisons individuelles et les appartements) n'a pas à ce stade eu un impact négatif sur le niveau des volumes de crédits accordés aux ménages luxembourgeois.

Au cours des six premiers mois de l'année 2008, les établissements de crédit ont accordés en moyenne 238 millions d'euros de nouveaux crédits immobiliers par mois aux ménages de la zone euro. Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, on peut supposer, sur base de l'encours, qu'une moyenne mensuelle de 223 millions d'euros a été accordée à des ménages résidents. La moyenne mensuelle des nouveaux crédits immobiliers aux ménages résidents est donc en hausse de 6 millions d'euros (2,2%) par rapport à la fin d'année de 2007 où elle s'élevait à 217 millions. D'un point de vue méthodologique, il convient de souligner que si le crédit est divisé en plusieurs tranches, pouvant être créditées au cours de différentes périodes, c'est néanmoins le montant total (ou final) du crédit qui est renseigné en tant que nouveau contrat. En revanche, le montant renseigné dans les encours correspond aux fonds effectivement mis à disposition de la clientèle durant la période. Il peut donc exister un décalage plus ou moins important entre les flux de nouveaux contrats et la variation de l'encours entre deux périodes.

Dans le contexte de la bonne résilience de l'économie luxembourgeoise, le volume des crédits accordés aux sociétés non financières a augmenté de 30,4% sur base annuelle, portant leur encours à 13 306 millions d'euros au 30 juin 2008. Cette tendance s'est encore accélérée au cours du deuxième trimestre 2008, avec une hausse de 15,1% (1 742 millions d'euros). La part relative des crédits aux sociétés non financières a atteint 19,4% de l'ensemble des crédits aux résidents au 30 juin 2008.

Les administrations publiques, quant à elles, étaient endettées auprès des banques à hauteur de 1 792 millions d'euros à la fin du premier semestre 2008, soit une croissance de 10,1% sur un an et de 1,4% entre la fin des premier et deuxième trimestres 2008. On notera encore que les crédits aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension demeurent peu importants tant en volume, avec 206 millions d'euros d'encours au 30 juin 2008, qu'en termes relatifs, avec 0,3% de l'ensemble des crédits au secteur

non-bancaire luxembourgeois. Ceci s'explique tout naturellement par le fait que les sociétés d'assurances financent leurs placements en titres de créance notamment par le biais d'encaissement de primes.

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

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire se sont élevés à 83 207 millions d'euros au 30 juin 2008, contre 72 947 millions d'euros à la même date de l'année précédente, soit une croissance de 14,1%. La tendance à la hausse a également persisté au cours du deuxième trimestre 2008 avec une augmentation de 3,1%, soit 2 483 millions d'euros.

Contrairement à la clientèle luxembourgeoise, la clientèle non-bancaire en provenance des autres pays membres de la zone euro se caractérise par la part importante prise par les sociétés non financières dont le poids relatif est de 52,9% à la fin du premier semestre 2008. Leurs encours de crédits auprès des banques luxembourgeoises ont augmenté de 19,4% (7 153 millions d'euros) sur les douze derniers mois et de 4,3% entre mars et juin 2008. Toutefois, la période de juin 2007 à juin 2008 a également été marquée par une progression de 17,9% des crédits aux autres intermédiaires financiers. Ces derniers avaient vu leurs besoins en crédits se tasser au cours du dernier trimestre 2007, période marquée par les incertitudes au niveau des marchés boursiers. Au cours des six premiers mois de l'année 2008, les crédits aux autres intermédiaires financiers ont augmenté de façon quasi continue pour atteindre un encours de 22 577 millions d'euros et un poids relatif de 27,1% au 30 juin 2008. On notera également que sur base annuelle la croissance de 39,0%, qui se trouve en partie contrariée par un tassement trimestriel de 8,6% des crédits au secteur des assurances et des fonds de pension entre mars et juin 2008. Le niveau de l'encours de ce secteur, comme celui des administrations publiques, est particulièrement volatil car composé d'un nombre limité d'acteurs. Au niveau des administrations publiques cette volatilité accompagne une tendance baissière sur un an. Leurs encours de crédit se sont ainsi trouvés réduits de 6,3% (213 millions d'euros) malgré une forte augmentation de 11,8% entre 31 mars et 30 juin 2008. Les crédits aux ménages des autres pays membres de la zone euro se sont réduits de l'ordre de 7,5% en variation annuelle en raison de la prédominance de la catégorie des autres crédits, dont l'encours a reculé de 11,5% (1 218 millions d'euros) sur un an. Cette forte baisse est quasi exclusivement due à une baisse survenue entre mars et juin 2008, soit durant une période d'incertitude sur les marchés qui a incité les investisseurs à adopter une attitude plus défensive au niveau de leurs investissements. Une compensation partielle s'est produite à travers l'augmentation des crédits à la consommation (+71,3%) ainsi que celle des crédits immobiliers (+29,4%) aux ménages résidents des autres pays de la zone euro; au deuxième trimestre 2008 ces derniers ont crû de respectivement 12,6% et 3,0%. Dans ce contexte, on notera que plusieurs banques luxembourgeoises développent des activités de crédits immobiliers à destination de leurs employés frontaliers, pour des biens situés dans la grande région, au delà des frontières du Luxembourg. Néanmoins, le volume des crédits immobiliers aux résidents des autres pays de la zone euro, n'atteint que 971 millions d'euros au 30 juin 2008. L'encours de crédits immobiliers transfrontaliers représentait ainsi 9,1% de l'encours de crédits aux résidents des autres pays membres de la zone euro au 30 juin 2008.

Tableau 16

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 <sup>1)</sup>
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	3 405	2 854	3 191	- 213	- 6,3	338	11,8	3,8
Autres intermédiaires financiers	19 151	20 786	22 577	3 426	17,9	1 791	8,6	27,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 965	2 988	2 730	766	39,0	- 258	- 8,6	3,3
Sociétés non financières	36 884	42 235	44 037	7 153	19,4	1 802	4,3	52,9
Ménages & ISBLM	11 543	11 862	10 671	- 871	- 7,5	- 1 190	- 10,0	12,8
Crédits à la consommation	176	268	302	126	71,3	34	12,6	2,8
Crédits immobiliers	750	942	971	221	29,4	28	3,0	9,1
Autres crédits	10 617	10 651	9 399	- 1 218	- 11,5	- 1 252	- 11,8	88,1
<b>Total</b>	<b>72 947</b>	<b>80 725</b>	<b>83 207</b>	<b>10 260</b>	<b>14,1</b>	<b>2 483</b>	<b>3,1</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

### Les crédits aux résidents du reste du monde

Les crédits aux résidents du reste du monde ont affiché une croissance de 6,2% entre juin 2007 et juin 2008, pour atteindre 59 474 millions d'euros au 30 juin 2008. La période entre mars et juin 2008 a néanmoins été marquée par une baisse de 1,8% (1 096 millions d'euros) de l'encours. Les crédits aux sociétés non financières ont baissé de 2,1% sur un an et de 16,9% (4 999 millions d'euros) entre mars et juin 2008, ces derniers représentaient 24 512 millions d'euros et un poids relatif de 41,2% de l'ensemble de crédits aux résidents du reste du monde.

Les autres intermédiaires financières ont fortement accru leurs crédits auprès des banques luxembourgeoises au cours du deuxième trimestre 2008 (3 714 millions d'euros, soit une hausse de 19,6%). Ces derniers représentaient 38,0% de l'ensemble des crédits sur les résidents du reste du monde, ce qui est considérable.

L'encours des crédits sur les ménages s'élevait à 6 454 millions d'euros au 30 juin 2008, soit un accroissement de 20,4% (1 095 millions d'euros) par rapport au 30 juin 2007. Les encours de crédits aux sociétés d'assurances restent très volatils, mais ne représentent que 1,0% de l'ensemble de cette catégorie de crédits des banques luxembourgeoises. Les crédits aux administrations publiques, pour lesquelles une hausse annuelle de 1 020 millions d'euros a pu être observée, ont un poids relatif de 8,9% des crédits aux résidents du reste du monde au 30 juin 2008.

Tableau 17

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 <sup>1)</sup>
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 290	4 991	5 310	1 020	23,8	319	6,4	8,9
Autres intermédiaires financiers	20 925	18 903	22 616	1 691	8,1	3 714	19,6	38,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	396	906	583	187	47,2	- 323	- 35,7	1,0
Sociétés non financières	25 026	29 511	24 512	- 515	- 2,1	- 4 999	- 16,9	41,2
Ménages & ISBLM	5 359	6 259	6 454	1 095	20,4	195	3,1	10,9
<b>Total</b>	<b>55 995</b>	<b>60 570</b>	<b>59 474</b>	<b>3 479</b>	<b>6,2</b>	<b>- 1 096</b>	<b>- 1,8</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des crédits / poids relatifs des types de crédits aux ménages par rapport au total des crédits aux ménages

### Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 30 juin 2008, l'encours des dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 308 441 millions d'euros, soit une hausse de 9 416 millions d'euros (3,1%) par rapport à la même date de l'année précédente.

### Les dépôts des résidents

Au 30 juin 2008, l'encours des dépôts de la clientèle non-bancaire luxembourgeoise s'élevait à 168 324 millions d'euros, soit 54,7% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Tableau 18

Dépôts de la clientèle non-bancaire résidente (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 - 2008/06		2008/03 - 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	8 891	4 551	4 846	-4 045	-45,5	295	6,5	2,9
Secteur financier	109 839	124 690	123 115	13 276	12,1	-1 575	-1,3	73,1
Autres intermédiaires financiers	105 406	119 831	118 307	12 901	12,2	- 1 524	-1,3	70,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 433	4 859	4 808	374	8,4	-51	-1,1	2,9
Secteur non financier	38 264	39 701	40 363	2 099	5,5	662	1,7	24,0
Sociétés non financières	18 636	17 798	17 915	-721	-3,9	117	0,7	10,6
Ménages & ISBLM	19 628	21 904	22 449	2 820	14,4	545	2,5	13,3
<b>Total</b>	<b>156 995</b>	<b>168 943</b>	<b>168 324</b>	<b>11 330</b>	<b>7,2</b>	<b>-619</b>	<b>-0,4</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des dépôts

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle non-bancaire résidente, on constate qu'une majeure partie de l'encours résulte des dépôts effectués par les autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings); leur encours total était de 118 307 millions d'euros, soit 70,3% du total des dépôts de la clientèle résidente. L'importance de cette catégorie est indissociable de celle de l'industrie des fonds d'investissement au Luxembourg, ces derniers déposant souvent leurs excédents de trésorerie auprès de leurs banques dépositaires. Néanmoins, le deuxième trimestre fait preuve d'un léger recul de 1,3%, qui peut être mis en relation avec la baisse de la VNI survenue au mois de juin 2008 qui a d'ailleurs été caractérisé par des rachats de parts d'OPC plus importants que les souscriptions.

Les ménages luxembourgeois, quant à eux, regroupent 13,3% du total des dépôts effectués par les résidents au 30 juin 2008, soit 22 449 millions d'euros. La croissance annuelle de 14,4% (2 820 millions euros), observée sur ce poste, laisse supposer que la retenue à la source de 10% sur les intérêts, introduite au début de l'année 2006, ne produit pas d'effets négatifs. Entre mars et juin cette clientèle a augmenté ses dépôts de 2,5%.

Pour leur part, sur un an, les sociétés non financières ont allégé de 3,9% leurs montants déposés, portant leurs encours à 17 915 millions d'euros au 30 juin 2008.

Alors que les dépôts des administrations publiques avaient reculé de 45,5% sur un an (4 045 millions d'euros), la tendance s'est inversée au deuxième trimestre 2008, avec une hausse de 295 millions d'euros (+6,5%). Les dépôts des administrations publiques auprès des banques luxembourgeoises représentent près du triple des crédits que ces dernières leur accordent (4 846 millions d'euros contre 1 792 millions d'euros).

Enfin, la clientèle résidente répartit ses dépôts, dont le volume total s'élève à 164 106 millions d'euros, en 46,5% de dépôts à vue et 53,5% de dépôts à terme. La raison pour laquelle la proportion de dépôts à vue de

la clientèle résidente reste largement supérieure à celle de la clientèle non-résidente s'explique essentiellement par plusieurs facteurs. D'une part, les dépôts à vue des autres intermédiaires financiers sont souvent bien rémunérées ce qui n'incite pas ces derniers à les placer transitoirement en dépôts à terme. De plus, ces intermédiaires financiers gardent souvent des excédents de liquidité qui doivent à tout moment être disponibles pour une affectation plus durable notamment par le biais de l'acquisition de titres. D'autre part, il ne faut pas perdre de vue que les dépôts d'épargne à vue des ménages sont également inclus dans cette catégorie.

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

Les dépôts émanant des résidents des autres pays membres de la zone euro ont augmenté de 3,0% entre juin 2007 et juin 2008. Leurs encours s'élevaient à 75 266 millions d'euros à la fin du premier semestre de l'année 2008. Toutefois, entre mars et juin 2008 une forte contraction de 8,9% (7 317 millions d'euros) est à souligner. Cette diminution se reflète dans tous les secteurs des autres pays membres de la zone euro.

Les sociétés non financières, quant à elles, ont déposé 23 545 millions d'euros, soit 31,3 % du total des dépôts effectués par les résidents d'autres pays membres de la zone euro. Leurs dépôts se sont contractés de 9,6%, soit 2 498 millions d'euros sur un an. La perte d'activité s'est renforcée entre mars et juin 2008, puisque la réduction des montants déposés a atteint 17,3% (4 917 millions d'euros). Les ménages, quant à eux, ont déposé 26 036 millions d'euros auprès des banques luxembourgeoises, ce qui représente une augmentation de 7,3% (1 779 millions d'euros) au cours des 12 derniers mois écoulés. Cette tendance qui s'est atténuée au cours du deuxième trimestre 2008 avec une baisse de 1,3% (340 millions d'euros). Ce recul peut être perçu comme une réaction anticipée à l'augmentation de la retenue à la source de 15% à 20% (à.p.d. 1er juillet 2008) prévue par la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne (entrée en vigueur le 1er juillet 2005). Toutefois, il conviendra d'observer l'évolution du volume de ces dépôts au cours des mois à venir avant de pouvoir tirer des conclusions plus fermes sur l'impact de la hausse du taux de taxation ainsi survenue.

Les administrations publiques des autres pays membres de la zone euro sont marquées le faible nombre d'intervenants. Ce nombre réduit d'intervenants, ainsi que la diversité des échéances de dépôts causent une forte volatilité sous cette rubrique. Au cours de la période sous revue, leurs dépôts sont passés de 1 402 à 405 millions d'euros; cette baisse, qui porte leur poids relatif à un niveau marginal de 0,5% au 30 juin 2008, doit être vue à la lumière des besoins financiers accrus à un moment où les recettes fiscales sont au moins freinées à la suite du ralentissement de la croissance d'économique dans la zone euro.

Tableau 19

Dépôts de la clientèle non-bancaire des autres pays membres de la zone (encours en fin de période)

Dépôts du secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 402	694	405	-997	-71,2	-289	-41,6	0,5
Secteur financier	21 382	27 051	25 280	3 898	18,2	-1 772	-6,5	33,6
Autres intermédiaires financiers	16 370	19 361	19 091	2 721	16,6	-270	-1,4	25,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 012	7 690	6 188	1 176	23,5	-1 502	-19,5	8,2
Secteur non financier	50 300	54 838	49 581	-719	-1,4	-5 257	-9,6	65,9
Sociétés non financières	26 043	28 462	23 545	-2 498	-9,6	-4 917	-17,3	31,3
Ménages & ISBLM	24 257	26 376	26 036	1 779	7,3	-340	-1,3	34,6
<b>Total</b>	<b>73 084</b>	<b>82 583</b>	<b>75 266</b>	<b>2 182</b>	<b>3,0</b>	<b>-7 317</b>	<b>-8,9</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des dépôts

À la fin du premier trimestre 2008, les résidents des autres pays membres de la zone euro ont reparti leurs dépôts à raison de 25,3% de dépôts à vue et 74,7% de dépôts à terme.

### Les dépôts des résidents du reste du monde

Les dépôts émanant des résidents du reste du monde se sont contractés de 5,9% entre juin 2007 et juin 2008 pour s'élever à 64 851 millions d'euros au 30 juin 2008. Cette tendance à la baisse s'est inversée au cours du deuxième trimestre 2008, où les dépôts des résidents du reste du monde ont affiché une augmentation de 6,4% (3 885 millions d'euros).

La position la plus importante, en termes de poids relatif (51,5% au 30 juin 2008), revient aux autres intermédiaires financiers avec un encours de 33 375 millions d'euros. Ces derniers sont le seul secteur affichant une augmentation des dépôts au deuxième trimestre 2008 (de l'ordre de 17,5%, soit 4 963 millions d'euros).

Notons la mauvaise tenue des dépôts effectués par les sociétés non financières dont l'encours est en baisse de 43,2%, ou 7 356 millions d'euros, durant la période allant de juin 2007 à juin 2008. Le deuxième trimestre 2008 a confirmé cette tendance avec une baisse de 760 millions d'euros (-7,3%). Les dépôts des ménages, quant à eux, s'élevaient à 17 413 millions d'euros à la fin de juin 2008, soit une hausse de 768 millions d'euros ou 4,6% sur base annuelle. Les dépôts des administrations publiques ainsi que ceux des sociétés d'assurance et des fonds de pensions ont évolué de manière favorable bien que très volatils. Notons, que ces contreparties ont un poids très faible dans cette statistique.

Tableau 20

Dépôts de la clientèle non-bancaire 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 <sup>1)</sup>
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 - 2008/06		2008/03 - 2008/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 914	2 603	2 459	545	28,4	-144	-5,5	3,8
Secteur financier	33 342	30 430	35 291	1 948	5,8	4 860	16,0	54,4
Autres intermédiaires financiers	32 358	28 411	33 291	1 017	3,1	4 963	17,5	51,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	985	2 019	1 916	931	94,6	-103	-5,1	3,0
Secteur non financier	33 689	27 933	27 101	-6 588	-19,6	-832	-3,0	41,8
Sociétés non financières	17 044	10 448	9 688	-7 356	-43,2	-760	-7,3	14,9
Ménages & ISBLM	16 645	17 485	17 413	768	4,6	-72	-0,4	26,9
<b>Total</b>	<b>68 946</b>	<b>60 966</b>	<b>64 851</b>	<b>-4 095</b>	<b>-5,9</b>	<b>3 885</b>	<b>6,4</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total des dépôts

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

Au cours du premier semestre de l'année 2008, les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises ont affiché une tendance haussière. Celle-ci peut être expliquée par plusieurs facteurs: le niveau élevé des taux du marché à court terme, des conditions d'accès aux crédits plus restrictives et, bien entendu, les anticipations de la hausse de 25 points de base au 9 juillet 2008 du taux de refinancement de l'Eurosystème.

Le coût des crédits immobiliers à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, s'est renchéri au cours du premier semestre 2008. Il atteint 5,03% au 30 juin 2008, contre 4,83% en décembre

2007, soit une progression de 20 points de base. L'activité a été très soutenue sur cette période avec une moyenne mensuelle de 207 millions d'euros de financements immobiliers à taux variable accordés aux ménages de la zone euro. Après des moyennes mensuelles de 155 et 195 millions d'euros accordés en 2006 et 2007, la demande adressée aux banques luxembourgeoises reste forte.

Le premier semestre a également été marqué par une nette progression du coût des 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 6,29% en décembre 2007 à 6,35% en juin 2008. Traditionnellement, les taux d'intérêt observés sur la période février-mars sont fortement influencés par les conditions spécifiques des contrats conclus lors du festival de l'automobile notamment. Cependant, la hausse observée entre avril 2008 (5,70%) et juin 2008 (6,35%) est très élevée.

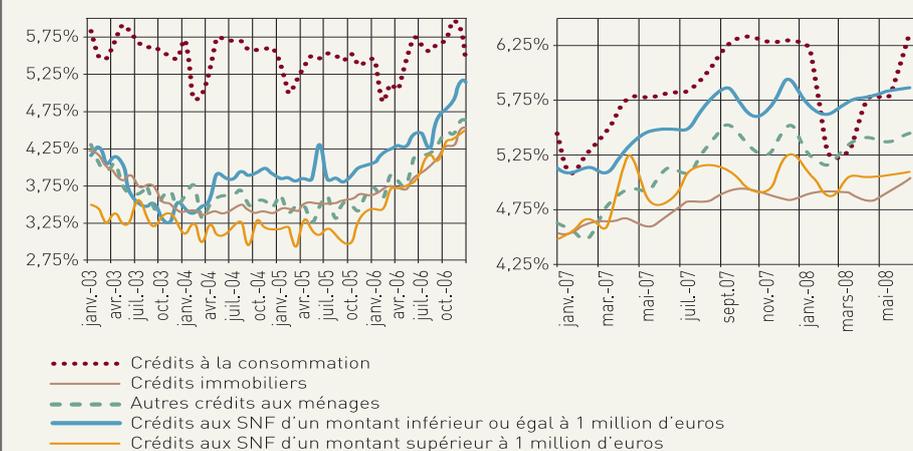
Le coût des autres crédits à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a également progressé au cours du premier semestre 2008. En observant l'évolution de ce taux depuis décembre 2007 (5,52%), cette affirmation peut sembler inexacte puisque le coût des autres crédits a atteint 5,45% en juin 2008, soit une baisse de sept points de base. Il convient cependant de prendre en considération le fait que la situation observée en fin d'année 2007 était exceptionnelle, car marquée par un niveau très élevé des taux du marché à court terme. Ainsi entre novembre et décembre 2007, le taux à trois mois a augmenté de 22 points de base pour ensuite diminuer de 38 points de base entre décembre 2007 et janvier 2008. Dans ce contexte, au 30 juin 2008 (5,45%), la catégorie des autres crédits affiche une hausse de 19 points de base par rapport au 30 novembre 2007 (5,26%) et de 20 points de base par rapport au 31 janvier 2008 (5,25%). Le volume mensuel moyen de crédits accordés sous cette catégorie était de 1 690 millions d'euros en 2008 contre 1 677 millions d'euros en 2007.

A l'instar des observations faites pour la catégorie des autres crédits, le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a affiché un niveau très élevé en décembre 2007. L'explication de ce phénomène tient également dans la forte progression des taux du marché à court terme sur cette période (en particulier de l'EURIBOR 3 mois). Ainsi, en apparence le taux relatif à cette catégorie de crédits s'est détendu de neuf points de base entre décembre 2007 (5,95%) et juin 2008 (5,86%). Néanmoins sur la période allant de janvier 2008 (5,69%) à juin 2008, c'est une hausse de 17 points de base qui est observée. Cette hausse est assez linéaire sur le semestre, sans afficher d'accélération particulière liée aux anticipations du resserrement monétaire de juillet.

En ce qui concerne la catégorie des crédits aux SNF d'un montant supérieur à un million d'euro, le même constat, bien que moins saillant, s'applique. Ainsi, le coût de ces derniers a diminué de 15 points de base entre décembre 2007 (5,25%) et juin 2008 (5,10%). Sur la période allant de janvier (5,10%) à juin 2008 leur coût est demeuré inchangé.

Le premier semestre 2008 a été marqué par une nette accélération du volume de nouveaux crédits accordés sur cette dernière catégorie, puisque celui-ci est passé d'une moyenne

Graphique 21  
Evolution des taux débiteurs des banques luxembourgeoises sur les périodes janvier 2003 à décembre 2006 et janvier 2007 à juin 2008



mensuelle de 8 623 millions d'euros en 2007 à une moyenne mensuelle de 12 988 millions d'euros au premier semestre 2008.

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, accompagnée d'un pouvoir de négociation fort du taux d'intérêt, qui influencent le taux moyen.

La rémunération des dépôts des SNF est demeurée inchangée entre décembre 2007 et juin 2008 (4,07%), tandis que celle des dépôts des ménages progressait de 4,07% à 4,12% sur cette période. Malgré deux pics observés en janvier 2008 (9 714 millions d'euros) et avril 2008 (9 494), le volume de nouveaux dépôts à terme placés par les ménages est resté, au premier semestre 2008, proche des valeurs observées en fin d'année 2007. En revanche, en ce qui concerne les dépôts des SNF, un retrait assez significatif a pu être observé au premier semestre 2008. Ainsi le volume mensuel moyen de nouveaux dépôts des SNF était de 26 151 millions d'euros au premier semestre 2008 contre une moyenne mensuelle de 30 636 millions d'euros au quatrième trimestre 2007.

### 3.7.5 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

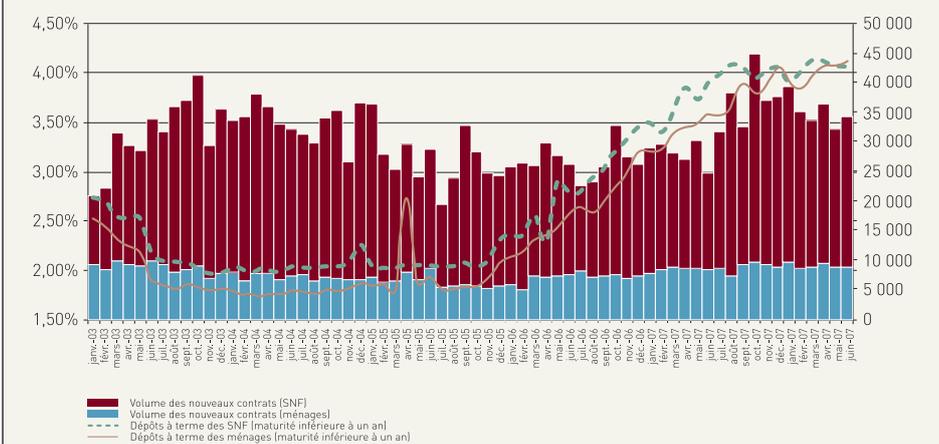
L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux 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 données les plus récentes datent du deuxième trimestre 2008 ; comme pour les trois trimestres précédents, cette enquête comprenait plusieurs questions supplémentaires afin de permettre à l'Eurosystème d'évaluer l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi et sur l'accès au financement des banques.

Les résultats obtenus au Luxembourg pour le deuxième trimestre 2008 se différencient considérablement de ceux de la zone euro dans son ensemble, notamment pour ce qui est du secteur des ménages; en général, les résultats luxembourgeois sont nettement plus optimistes.

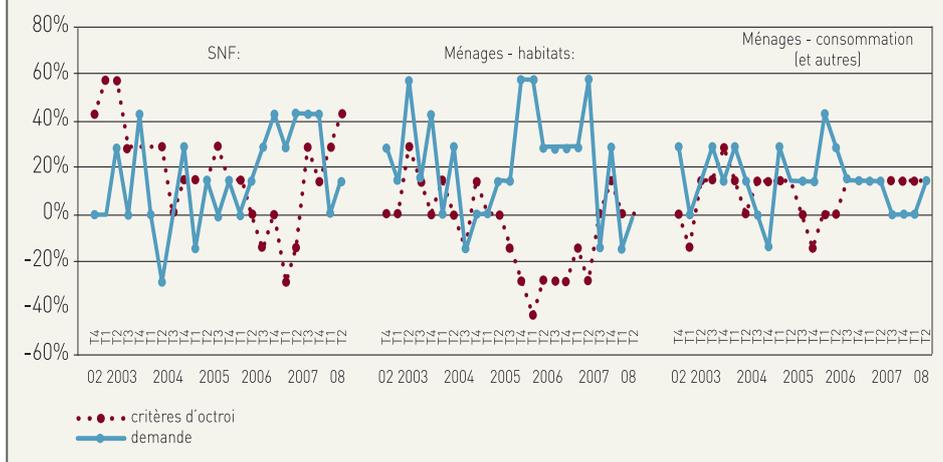
Graphique 22

Evolution des taux créditeurs des banques luxembourgeoises (échelle de gauche) et volumes de nouveaux contrats (échelle de droite, en millions d'euros) sur la période janvier 2003 à juin 2008



Source: BCL

Graphique 23  
Évolution des critères d'octroi et de la demande au Luxembourg, pourcentages nets



Source: BCL

Quant à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement, la situation s'est considérablement améliorée au Luxembourg par rapport aux trimestres précédents ; dans la zone euro dans son ensemble, les tensions se sont également atténuées.

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.

**Entreprises:** Pour le deuxième trimestre 2008, les sept banques de

l'échantillon luxembourgeois ont signalé un durcissement net des critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux entreprises. Il s'agit en fait du durcissement net le plus important depuis cinq ans (à +43%, soit l'équivalent de trois banques) ; les grandes entreprises en particulier sont concernées.

Dans une grande mesure, ces résultats sont en lignes avec ceux de la zone euro où les pourcentages nets relatifs aux critères d'attribution appliqués aux entreprises s'inscrivent à des niveaux très élevés depuis quatre trimestres. Si les perturbations de marché ont continué à exercer un effet durcissant sur les critères d'octroi, d'autres éléments explicatifs – tels les coûts liés aux fonds propres, la position de liquidité des banques ou encore leurs perceptions de risques – ont également contribué au durcissement précité qui s'est d'ailleurs traduit sur les marges des banques, notamment sur les marges appliquées aux prêts plus risqués. Les critères d'attribution aux grandes entreprises ont d'ailleurs été affectés plus que les critères aux PME.

L'orientation globale de la demande nette des entreprises a rebondi au Luxembourg au deuxième trimestre, alors qu'elle demeure négative dans la zone euro dans son ensemble. Le redressement de la demande nette au Luxembourg découle d'un besoin de financement accru lié aux investissements en capital fixe, à la gestion de stocks et aux fonds de roulement, ainsi qu'aux fusions, acquisitions et aux restructurations d'entreprises.

**Ménages pour habitat:** Dans l'échantillon de la zone euro, les pourcentages nets relatifs à l'évolution des critères d'octroi immobiliers s'établissent toujours à des niveaux élevés, bien qu'on note un faible repli par rapport au premier trimestre. Au Luxembourg, les pourcentages nets s'inscrivent toutefois toujours à zéro, indiquant que les critères d'attribution demeurent inchangés ; les perturbations de marché n'ont donc guère eu d'incidence sur les critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux ménages par les banques situées au Luxembourg. Dans la zone euro dans son ensemble, le durcissement net enregistré au deuxième trimestre est largement attribuable aux perceptions de risques liés à l'activité économique générale ainsi qu'au marché du logement. Il est d'ailleurs important de souligner que pour le secteur immobilier en particulier les résultats intra-zone euro affichent des divergences considérables.

Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont également beaucoup plus propices : alors que la demande nette pour les crédits à l'habitat au Luxembourg demeura inchangée au deuxième trimestre, dans la zone euro dans son ensemble elle continue à se replier.

**Ménages pour consommation (et autres):** Les résultats du deuxième trimestre font apparaître un nouveau durcissement net des critères d'attribution relatifs aux crédits à la consommation (et autres) octroyés par les banques de l'échantillon luxembourgeois. Néanmoins, il est important de rappeler qu'il s'agit bien des résultats non-pondérés et il serait faux de conclure que les banques luxembourgeoises ont resserré leur politique de crédit de façon généralisée pour les prêts à la consommation. Pour ce qui est de l'échantillon de la zone euro, le durcissement net enregistré au deuxième trimestre est le plus important depuis le début de l'enquête en 2002.

S'agissant de la demande nette, elle a légèrement rebondi au Luxembourg au deuxième trimestre, notamment suite à un besoin de financement accru lié aux dépenses de consommation en biens durables. Dans la zone euro, la demande nette a atteint son creux historique.

**Questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations de marché sur l'accès au financement des banques:** Outre les questions supplémentaires concernant l'incidence des perturbations de marché sur les critères d'octroi, la dernière enquête comprenait plusieurs questions relatives à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement des banques, tout comme aux trois trimestres précédents. Alors que les banques de l'échantillon luxembourgeois continuent à rencontrer certaines difficultés à lever des fonds sur le marché monétaire, la situation s'est cependant améliorée par rapport au premier trimestre de l'année en cours, alors qu'aucune difficulté n'a été signalée en ce qui concerne l'accès au financement par l'intermédiaire de l'émission de titres de créance. Par ailleurs, les sept banques de l'échantillon luxembourgeois n'ont guère été actives dans le domaine de la titrisation. Par contre, pour ce qui est des banques de l'échantillon de la zone euro, elles ont continué à rencontrer des difficultés à se financer par l'intermédiaire de la titrisation. Les difficultés de financement susmentionnées se sont répercutées sur les montants que les banques sont disposées à prêter, mais surtout sur leurs marges. L'incidence des turbulences de marché sur les fonds propres des banques, ainsi que sur leur propension à accorder des prêts, demeure très faible au Luxembourg. Les banques de l'échantillon de la zone euro ont cependant indiqué une certaine incidence sur leurs fonds propres et, dans une moindre mesure, sur leur propension à accorder des crédits.

### 3.7.6 Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Dans un environnement des affaires encore marqué par la crise de l'immobilier américain et des perspectives d'une croissance économique réduite aux Etats-Unis et dans l'Union Européenne, les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé, sur base des chiffres provisoires actuellement disponibles, un résultat avant provisions de 3 273 millions d'euros au 30 juin 2008. Au regard des perturbations précitées, ceci représente une baisse modique de 1,3% par rapport à fin juin de l'année précédente où le résultat avant provisions s'était élevé à 3 316 millions d'euros.

Tableau 21

## Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois

Activités	2007 - 06	2008 - 06	Variation annuelle	
			en termes brutes	en pourcent
1 Produits d'intérêts	28 483	30 321	1 838	6,5
2 Intérêts bonifiés	25 846	26 971	1 125	4,4
3 Marge sur intérêts	2 637	3 350	713	27,0
4 Revenus nets sur commissions	2 034	1 964	-70	-3,4
5 Autres revenus nets	715	126	-589	-82,4
6 Revenus hors intérêts	2 749	2 090	-659	-24,0
7 Produit bancaire	5 386	5 440	54	1,0
8 Frais de personnel	1 135	1 196	61	5,4
9 Frais d'exploitation	820	851	31	3,8
10 Frais de personnel et d'exploitation	1 955	2 047	92	4,7
11 Amortissements sur immobilisé non financier	115	120	5	4,2
12 Résultat avant provisions	3 316	3 273	-43	-1,3

Les montants sont exprimés en millions d'euros ; en fin de période.

Source: BCL

Au 30 juin 2008, la marge sur intérêts s'est élevée à 3.350 millions d'euros, en hausse de 27%, soit 713 millions d'euros, par rapport à fin juin 2007. Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette évolution positive, notamment l'activité de crédit où un accroissement de 20,9% (36.5 milliards d'euros) des créances sur la clientèle a été observé entre juin 2007 et juin 2008. Les dividendes perçus ont augmenté de 50% sur la période considérée ; avec 1 105 millions d'euros ils représentent une part relative de 33% de la marge sur intérêts, contre 28% un an plus tôt. Par ailleurs, le relèvement des taux directeurs de la BCE de 25 points de base mi-juin 2007 a sans doute contribué à la variation relative des produits d'intérêt ou des intérêts bonifiés.

En ce qui concerne les revenus nets sur commissions, une légère baisse de 3,4% a pu être observée. Ce recul semble tout à fait logique au vu de l'évolution des marchés financiers et du recul subséquent de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois à hauteur de 144,9 milliards d'euros entre juin 2007 et juin 2008. En effet, les revenus des commissions perçues par les établissements de crédit pour assumer leur rôle de banque dépositaire et d'administration centrale sont calculés sur base de la valeur nette d'inventaire des OPC. Toutefois, ce recul a pu être partiellement compensé par l'augmentation importante de la vente et du rachat de parts d'OPC, un créneau d'activité pour de nombreux établissements de crédit. Au cours de la période considéré, les investissements nets en capital se sont élevés à 103,1 milliards d'euros.

Les établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise ont fait état d'une baisse de 589 millions d'euros, soit 82,4%, sur le poste des autres revenus nets, au 30 juin 2008. Cette évolution s'explique en partie par le recul des principaux indices boursier suite à la crise de l'immobilier américain et des variations de valeur subséquentes de leurs portefeuilles de négociation, notamment comptabilisés dans cette catégorie de revenus. Il importe de relever qu'un nombre restreint d'acteurs est à l'origine de cette baisse.

Sur les périodes considérées, 1<sup>er</sup> semestre 2007 et 1<sup>er</sup> semestre 2008, le produit bancaire, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, est resté quasiment stable à 5 440 millions d'euros, avec une légère progression de 1%. Le poids relatif de la marge sur intérêts par rapport au produit bancaire est monté à 61,6%, tandis que ceux des revenus nets sur commissions et des autres revenus nets ne sont plus que de respectivement 36,1% et 2,3%.

Comme déjà cité ci-devant, l'emploi dans le secteur bancaire a progressé de 6,2%, soit 1 582 emplois en comparaison annuelle. Bien que le poids relatif des dirigeants par rapport à l'effectif total a continué à croître, en passant de 23,7% fin juin 2007 à 24,5% au 30 juin 2008, les frais de personnel ont évolué plus lentement (+5,4%) que l'effectif. En général, les nouveaux recrutés débutent à des niveaux de rémunération inférieurs et bénéficient moins, en début de carrière, d'un système de rémunération axé sur la performance, suite à l'accord salarial récemment négocié. Par ailleurs, les banques semblent faire preuve d'une maîtrise des coûts avec des frais de personnel et d'exploitation en progression modérée de 3,8%. Ainsi, les frais de personnel et d'exploitation ont évolué en hausse de 92 millions d'euros, soit 4,7%, sur la période considérée.

Le produit bancaire ayant légèrement dépassé le niveau du deuxième trimestre 2007, l'impact de la hausse des frais généraux ainsi que la hausse des amortissements sur immobilisé non financier de 4,2% détériore le résultat brut avant provisions qui recule de 1,3%, soit 43 millions d'euros, en comparaison annuelle.

En dépit de la crise de l'immobilier américain et de ses effets perturbateurs sur les marchés financiers internationaux, les banques de la place financières semblent donc continuer dans leur ensemble à afficher des résultats positifs à des niveaux proches des bonnes années 2006 et 2007. Force est cependant de constater que cette conclusion demande à être corroborée au niveau des déchets de la crise financière sous la forme de constitutions nettes de provisions. En effet, d'après les chiffres provisoires actuellement disponibles, les établissements de crédit ont procédé à une constitution nette de provisions en hausse de 357 millions d'euros par rapport au 30 juin 2007. Après déduction de la charge d'impôt, en baisse de 1,4%, le résultat net provisoire a régressé de 13,3% au premier semestre 2008.

Tableau 22

Compte de profits et pertes agrégé – décumulé – en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois

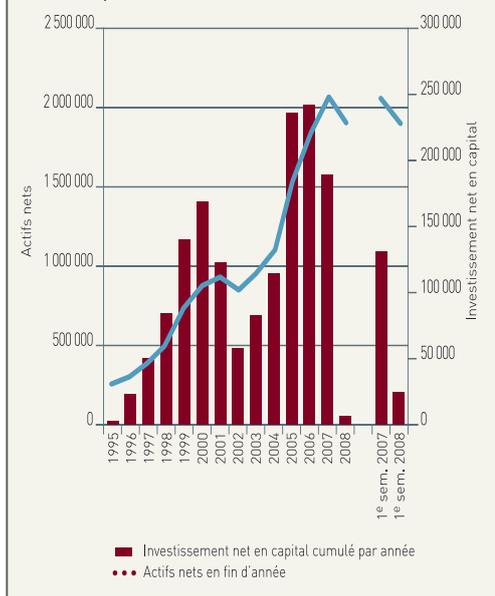
Activités	2008 03	2008 06	Variation annuelle		
			en termes brutes	en pourcent	
1	Produits d'intérêts	16 732	13 589	-3 142	-18,8
2	Intérêts bonifiés	15 155	11 816	-3 340	-22,0
3	Marge sur intérêts	1 576	1 774	198	12,5
4	Revenus nets sur commissions	1 009	956	-53	-5,3
5	Autres revenus nets	-47	172	219	469,8
6	Revenus hors intérêts	962	1 128	166	17,2
7	Produit bancaire	2 539	2 902	363	14,3
8	Frais de personnel	617	579	-38	-6,2
9	Frais d'exploitation	406	445	39	9,6
10	Frais de personnel et d'exploitation	1 023	1 024	1	0,1
11	Amortissements sur immobilisé non financier	68	52	-16	-23,4
12	Résultat avant provisions	1 447	1 826	378	26,1

Les montants sont exprimés en millions d'euros ; en fin de période.

Source: BCL

Un regard sur la variation trimestrielle du résultat du secteur bancaire pendant l'année en cours révèle une progression de la marge sur intérêts de 12,5%, ou de 198 millions d'euros du premier au deuxième trimestre 2008. Un recul moins prononcé des produits d'intérêts par rapport à celui des intérêts bonifiés a pu être constaté. Alors que les revenus nets sur commissions sont en baisse de 5,3%, la catégorie des autres revenus nets a affiché un résultat positif. Rappelons que suite à l'adoption des normes comptables IAS/IFRS et à l'application du principe de la « juste valeur », ce poste est soumis à d'importantes oscillations en cas de fluctuations des prix sur les marchés financiers.

Graphique 24  
Evolution des actifs nets et de l'investissement net en capital (en millions d'euros)



Source: CSSF

De fin mars à fin juin 2008, le produit bancaire a progressé de 14,3%. Sous l'effet d'une quasi stabilité des frais généraux administratifs et d'un recul de 16 millions d'euros, soit 23,4%, des amortissements sur actifs immobiliers non-financiers, le résultat avant provisions a enregistré une hausse de 379 millions d'euros, soit 26,1% entre les premier et deuxième trimestres 2008.

### 3.7.7 Les organismes de placement collectif

- L'évolution en nombre des OPC

Au cours du premier semestre de l'année 2008 le rythme de croissance de la création d'organismes de placement collectif (OPC) et de fonds d'investissement spécialisés (FIS) s'est nettement accéléré avec la création de 285 nouvelles entités contre seulement 114 au cours de la même période de l'année précédente. Ainsi, au 30 juin 2008, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC luxembourgeois s'élève à 3 153 contre 2 868 au 31 décembre 2007. Parallèlement au développement des entités, le nombre total des compartiments s'est également accru de 682 unités portant ainsi le nombre total d'unités actives sur la place financière à 11 797 au 30 juin 2008.

Le rythme soutenu de la création nette d'unités au Luxembourg confirme l'attrait de la place financière dans le domaine de la gestion d'actifs qui s'explique notamment par la compétitivité et la compétence que cette dernière a acquises au cours des deux dernières décennies. Rappelons brièvement dans ce contexte que c'est en effet la loi du 30 mars 1988 qui est à la base du développement de l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement.

- L'évolution de la valeur nette d'inventaire (VNI)

Contrairement au nombre d'entités le patrimoine global net des organismes de placement collectif a connu un léger recul au cours du premier semestre de l'année en cours. En effet, entre le 31 décembre 2007 et le 30 juin 2008 le volume des actifs sous gestion a diminué de 157 303 millions d'euros pour s'établir à 1 902 092 millions d'euros affichant ainsi une baisse de 7,6%.

La baisse de la valeur nette d'inventaire au cours des six premiers mois de l'année 2008 s'explique essentiellement par une évaluation moindre des actifs sous gestion. En effet, bien que l'apport net total en capital au cours du premier semestre de l'année sous revue soit nettement inférieur à celui observé au cours de la même période au cours des années précédentes, il reste positif et confirme ainsi que les investisseurs ont confiance dans l'industrie luxembourgeoise des OPC et dans la reprise des marchés boursiers.

Dans ce contexte, on notera un désinvestissement important au cours du mois de juin 2008 qui doit cependant être vu à la lumière d'un effet saisonnier; en effet, à quelques exceptions près le mois de juin est traditionnellement un mois qui se caractérise par un apport net en capital moins important. De plus, la situation délicate sur les marchés boursiers implique que certains investisseurs vendent les parts détenues dans certaines catégories d'OPC pour investir leurs fonds dans d'autres catégories d'OPC et/ou des dépôts en banque. Ainsi, on remarquera que ce sont essentiellement les OPC d'actions mais aussi les OPC d'obligations qui témoignent d'un retrait net en capital au profit des dépôts en banque et des OPC mixtes pour lesquels l'apport net en capital demeure très élevé. En effet, face aux incertitudes sur les marchés boursiers et à l'essoufflement anticipé de la conjoncture en Europe, tant les OPC d'actions que les OPC d'obligations ont perdu de leur attrait au profit d'OPC mixtes dont les stratégies d'investissement laissent prévoir des rendements plus attrayants.

Tableau 23

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

	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital	Variation des marchés financiers <sup>2)3)</sup>	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
<b>2000</b>	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1
<b>2001</b>	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2
<b>2002</b>	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0
<b>2003</b>	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9
<b>2004</b>	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0
<b>2005</b>	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9
<b>2006</b>	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0
<b>2007</b>	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6
<b>2007</b>							
janvier	2 260	9 563	1 895 810	30 749	20 211	312 566	19,7
février	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
juillet	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
septembre	2 501	10 415	2 059 144	-607	24 457	326 114	18,8
octobre	2 618	10 644	2 123 519	24 630	39 745	342 402	19,2
novembre	2 761	10 924	2 063 797	6 860	-66 582	264 272	14,7
décembre	2 868	11 115	2 059 395	3 049	-7 451	214 545	11,6
<b>2008</b>							
janvier	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9
février	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7
avril	3 083	11 602	1 964 076	17 993	50 638	-2 920	-0,1
mai	3 105	11 716	1 996 959	15 709	17 174	-27 703	-1,4
juin	3 153	11 797	1 902 092	-15 346	-79 521	-144 930	-7,1

Sources: CSSF

<sup>1)</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.<sup>2)</sup> Montants cumulés par année / trimestre<sup>3)</sup> Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

## Les OPC monétaires

### • Le nombre de compartiments

Entre le 31 décembre 2007 et le 30 juin 2008 le nombre de compartiments monétaires a augmenté de 2 unités passant ainsi de 463 à 465 unités. Notons toutefois que le nombre de compartiments est moins stable que ne le suggère cette augmentation de 2 unités; en effet, fin mars il s'élevait à 473 unités pour retomber ensuite à 465 fin juin 2008.

### • La somme de bilan

Au 30 juin 2008 la somme de bilan des OPC monétaires s'est élevée à 298 664 millions d'euros, soit une hausse de 45 023 millions d'euros ou 17,8% au cours du premier semestre de l'année en cours.

### • La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont fortement orientés vers les dépôts en banque et respectivement les titres monétaires ou les titres de créance ayant une échéance résiduelle inférieure à 12 mois. Ainsi, au 30 juin 2008, le portefeuille de titres autres que des actions représentait 77,0% des actifs alors que les créances sur des établissements de crédit représentaient 21,1% des actifs. Dans ce contexte, on notera particulièrement que la part relative du portefeuille de titres autres que des actions a diminué de 85,6% en juin 2007 à 77,05 en juin 2008 alors qu'en parallèle les créances bancaires ont augmenté de 12,1% à 21,1%.

Cette réorientation des investissements doit être analysée à la lumière des développements survenus sur les marchés financiers internationaux au cours de cette même période ; en effet, face à l'incertitude sur les marchés financiers et suite à la hausse des taux d'intérêts sur les marchés monétaires, les OPC monétaires ont davantage orienté leurs investissements vers les placements bancaires. Il convient de noter que l'accroissement des placements bancaires ne se fait pas au détriment des investissements en titres ; le portefeuille de titres autres que des actions a augmenté de 17,7% au cours des douze derniers mois mais le portefeuille de créances, quant à lui, a augmenté de 128,7% au cours de la même période.

Tableau 24

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 <sup>1)</sup>	
	2007/06	2008/03	2008/06	2007/06 – 2008/06		2008/03 – 2008/06		2008/06	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total <sup>1)</sup>	Zone géographique <sup>2)</sup>
<b>Emetteurs résidents</b>	3 991	4 412	5 333	1 343	33,7	922	20,9	2,3	100,0
Etablissements de crédit	2 571	2 479	3 241	670	26,1	763	30,8	1,4	60,8
Administrations publiques	15	2	0	-15		-2			
Autres secteurs	1 404	1 931	2 092	688	49,0	161	8,4	0,9	39,2
Autres intermédiaires financiers	1 151	1 666	1 648	497	43,2	-18	-1,1	0,7	30,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1	89	98	97	9 407,8	9	10,3	0,0	1,8
Sociétés non financières	252	176	346	94	37,3	170	96,7	0,2	6,5
Ménages et ISBLM	0	0	0	0		0			
<b>Emetteurs des autres pays de la zone euro</b>	84 207	104 376	108 552	24 345	28,9	4 176	4,0	47,2	100,0
Etablissements de crédit	46 133	64 614	70 463	24 330	52,7	5 849	9,1	30,7	64,9
Administrations publiques	8 855	8 055	7 547	-1 308	-14,8	-508	-6,3	3,3	7,0
Autres secteurs	29 219	31 707	30 542	1 323	4,5	-1 165	-3,7	13,3	28,1
Autres intermédiaires financiers	16 797	16 735	16 965	168	1,0	230	1,4	7,4	15,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 396	1 203	1 361	-35	-2,5	158	13,1	0,6	1,3
Sociétés non financières	11 026	13 760	12 209	1 183	10,7	-1 551	-11,3	5,3	11,2
Ménages et ISBLM	0	8	8	8		0	-5,5	0,0	0,0
<b>Emetteurs du reste du monde</b>	107 053	109 671	115 966	8 913	8,3	6 294	5,7	50,5	100,0
Etablissements de crédit	52 677	68 355	79 155	26 477	50,3	10 799	15,8	34,4	68,3
Administrations publiques	1 723	3 051	3 229	1 506	87,4	178	5,8	1,4	2,8
Autres secteurs	52 652	38 265	33 582	-19 071	-36,2	-4 683	-12,2	14,6	29,0
<b>Total</b>	<b>195 251</b>	<b>218 459</b>	<b>229 851</b>	<b>34 601</b>	<b>17,7</b>	<b>11 392</b>	<b>5,2</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source: BCL

<sup>1)</sup> Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions

<sup>2)</sup> Poids relatif par rapport au total du portefeuille de titres autres que des actions émis par des résidents de la zone géographique concernée

Le portefeuille de titres autres que des actions est principalement investi dans des titres émis par des établissements de crédit (66,5%) et des titres émis par des émetteurs du secteur privé non bancaire (28,8%) alors que le secteur public n'intervient que pour une faible part (4,7%). Dans ce contexte, on notera que la part relative des titres émis par des établissements de crédit dans le portefeuille de titres autres que des actions a nettement augmenté au cours des douze derniers mois pour passer de 51,9% à 66,5% ou, en termes bruts, de 101 382 à 152 859 millions d'euros. Ce développement doit également être vu à la lumière des besoins accrus de fonds des établissements de crédit au cours de la période sous revue ainsi que des rendements importants observés sur les marchés monétaires.

En ce qui concerne la ventilation sectorielle des investissements par zone géographique, on remarquera surtout la forte concentration sur le secteur financier pour ce qui est des titres autres que des actions

émis par des résidents. Ainsi, les investissements dans des titres émis par des établissements de crédit et d'autres intermédiaires financiers luxembourgeois s'élevèrent à 4 889 millions d'euros soit 91,7% du volume total des titres émis par des résidents et détenus dans le portefeuille des OPC monétaires.

Les investissements dans des titres autres que des actions émis par des résidents des autres pays membres de la zone euro présentent des caractéristiques similaires avec une forte concentration sur les secteurs des établissements de crédit et des autres intermédiaires financiers.

Finalement, il convient aussi de noter la réduction des investissements dans titres émis par des administrations publiques des pays membres de la zone euro; ce recul doit notamment être vu à la lumière des efforts de réduction des déficits et dettes publiques dans la zone euro.

### 3.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Au premier semestre 2008, le rythme de progression du commerce extérieur du Luxembourg a nettement fléchi sous l'effet du ralentissement de la conjoncture économique au niveau international. Les exportations ont augmenté de 3,6% pour atteindre 6,4 milliards d'euros sur les six premiers mois de 2008, alors qu'elles avaient progressé de 8,2% sur la même période de 2007. De même le taux de croissance des importations a ralenti à 4,1% pour s'établir à 8,7 milliards d'euros au premier semestre de 2008, contre 5,4% au même semestre de 2007. Avec une croissance des importations légèrement supérieure à celle des exportations, le déficit du commerce extérieur du Luxembourg s'est aggravé de 5,4% pour s'établir à 2,3 milliards au premier semestre de 2008.

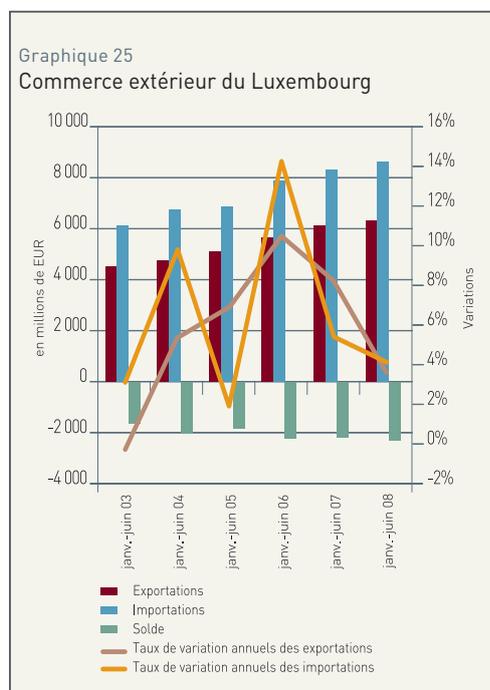
La réduction de la croissance des exportations reflète en grande partie le ralentissement des livraisons de produits sidérurgiques dont le taux de croissance a chuté de 17,6% sur les six premiers mois de 2007 à 8% sur la même période de 2008. A cela s'ajoute la réduction des exportations de machines et équipements (-11,3%) ainsi que de boissons et tabac (-5,2%). 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 4,9%. Par contre, les livraisons vers les principales destinations hors zone euro (particulièrement celles à destination des Etats-Unis, du Japon et des pays émergents d'Asie) ont fortement reculé.

La hausse des importations est due en grande partie aux fournitures de produits pétroliers dont la facture a fortement augmenté (+33,7%) au premier semestre de 2008. A cela s'ajoute la hausse en valeur des importations de produits chimiques et connexes ainsi que de produits alimentaires. Les baisses ont affecté les fournitures de matériel de transport (-9,7%) et de machines et équipements (-7,1%). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89% de toutes les importations) ont progressé de 8,5%, alors que les fournitures en dehors de la zone euro ont fortement baissé.

### 3.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

#### 3.9.1 Le compte courant

Le compte courant du Luxembourg s'est soldé par un excédent de 949 millions d'euros au premier trimestre de 2008, soit une baisse de 14% par rapport au niveau atteint sur le même trimestre de 2007. Cette détérioration est consécutive à l'aggravation des déficits dans les balances de marchandises, de



Source: Statec



revenus et de transferts courants. Le surplus dans les échanges de services s'est en revanche légèrement amélioré.

L'importante hausse de 20% du déficit des marchandises, qui a atteint 781 millions d'euros au premier trimestre 2008, provient en grande partie des achats nets d'or non-monnaire, le déficit des marchandises générales s'étant même légèrement contracté, sous l'effet d'une stagnation des importations sur cette période.

La légère hausse de 3% dans le déficit des revenus (2,6 milliards d'euros au premier trimestre 2008) s'explique par la croissance continue des travailleurs frontaliers tandis que l'accentuation du déficit des transferts courants (+28% à 617 millions d'euros au premier trimestre 2008) est largement liée à la réallocation des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème.

Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années, l'excédent des services s'est fortement ralenti au premier trimestre de 2008. Le taux de croissance des recettes nettes de services est resté toutefois positif (+4% à 5 milliards d'euros sur tout le premier trimestre de 2008). Ce ralentissement est lié essentiellement à l'évolution des services financiers dont l'excédent représente deux tiers du surplus total des services. Les prestations de services financiers se sont soldées en effet par un surplus en hausse de 5% à 3,9 milliards d'euros au premier trimestre de 2008. Toutefois, en comparaison avec le taux de progression de 17% enregistré sur le premier trimestre de 2007, la croissance de l'excédent des services financiers s'est nettement ralentie sur la même période de 2008, en raison des turbulences observées sur les marchés financiers internationaux. Ces turbulences se sont notamment traduites par une baisse de la valeur des actifs détenus par les OPC, valeur dont sont largement tributaires les commissions financières perçues par les gestionnaires résidents des OPC.

Par ailleurs, à l'exception du surplus du transport, l'excédent des autres activités de services s'est contracté au premier trimestre 2008.

### 3.9.2 Le compte financier

Le compte financier s'est soldé par des sorties nettes de capitaux de 713 millions d'euros au cours du premier trimestre 2008, contre 650 millions au même trimestre de l'année 2007. Dans les différentes composantes du compte financier, les sorties nettes ont affecté les flux d'investissements directs (10,9 milliards d'euros) et les produits financiers dérivés (1 milliard) tandis que les flux d'investissements de portefeuille et les flux d'autres investissements ont enregistré des entrées nettes respectives de 6 et 5,6 milliards d'euros.

Les sorties nettes d'investissements directs ont porté sur les prêts intra-groupes (22 milliards d'euros) qui n'ont été que partiellement compensées par les entrées nettes (11 milliards) sur les opérations en capital social.

Dans les flux d'investissements de portefeuille, les transactions sur titres de participation se sont soldées par des entrées nettes en forte baisse à 29 milliards d'euros au premier trimestre 2008, contre 48 milliards au même trimestre de 2007. Cette baisse est le reflet des turbulences observées sur les marchés financiers internationaux qui ont suscité un comportement de méfiance générale envers les titres étrangers. Les non-résidents ont ainsi réduit leur investissement net dans les parts d'OPC luxembourgeois. Le fait que les transactions sur titres de participation se soient néanmoins soldées par des entrées nettes (29 milliards pour rappel) s'explique presque entièrement par les ventes nettes d'actions étrangères par les résidents.

S'agissant de titres de créance, le Luxembourg a subi des sorties nettes (23 milliards au premier trimestre 2008, contre 21 milliards au même trimestre de 2007). Cela reflète, dans un contexte de turbulences financières, une certaine prudence des investisseurs résidents qui ont préféré vendre les actions au profit des obligations étrangères.

Les entrées nettes de 5,6 milliards d'euros au titre d'autres investissements (prêts et dépôts) sont attribuées aux autres secteurs (OPC non-monnaies, sociétés Holdings et SOPARFI) qui ont bénéficié d'un emprunt net vis-à-vis de l'étranger, dans un contexte où les institutions financières monétaires (BCL exclue) ont quant à elles augmenté leurs avoirs nets sur le reste du monde.

Tableau 25

Balance des paiements du Luxembourg<sup>1</sup>

Unité: Million EUR	2007T1			2008T1		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>39 757</b>	<b>38 657</b>	<b>1 100</b>	<b>45 061</b>	<b>44 112</b>	<b>949</b>
Marchandises	3 581	4 231	- 650	3 680	4 461	- 781
Services	10 983	6 167	4 816	11 616	6 614	5 002
Revenus	24 107	26 689	- 2 583	28 635	31 290	- 2 655
Transferts courants	1 086	1 570	- 484	1 130	1 747	- 617
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>25</b>	<b>39</b>	<b>- 14</b>	<b>22</b>	<b>71</b>	<b>- 49</b>
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
<b>COMPTE FINANCIER <sup>2)</sup></b>			<b>- 650</b>			<b>- 713</b>
<b>Investissements directs <sup>3)</sup></b>	<b>- 36 873</b>	<b>43 141</b>	<b>- 6 268</b>	<b>- 56 013</b>	<b>45 105</b>	<b>- 10 907</b>
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	- 20 604	35 037	14 434	- 41 997	53 145	11 148
Autres opérations, Prêts intragroupes	- 16 269	8 104	- 8 165	- 14 016	- 8 039	- 22 055
<b>Investissements de portefeuille</b>	<b>- 40 746</b>	<b>68 602</b>	<b>27 857</b>	<b>11 093</b>	<b>- 5 078</b>	<b>6 014</b>
Titres de participation	- 12 099	60 884	48 785	29 357	66	29 424
Titre de créance	- 28 647	7 718	- 20 928	- 18 264	- 5 145	- 23 409
<b>Produits financiers dérivés</b>			<b>- 1 173</b>			<b>- 1 052</b>
<b>Autres investissements</b>	<b>- 46 654</b>	<b>13 046</b>	<b>- 33 609</b>	<b>- 39 903</b>	<b>45 474</b>	<b>5 571</b>
<b>Avoirs de réserve</b>			<b>7</b>			<b>- 339</b>
<b>ERREURS ET OMISSIONS</b>			<b>- 435</b>			<b>- 186</b>

Sources: BCL/STATEC

<sup>1)</sup> Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.<sup>2)</sup> Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie. Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une entrée, un signe positif une diminution.<sup>3)</sup> Pour les investissements directs, les avoirs se réfèrent aux investissements directs à l'étranger et les engagements aux investissements directs au Luxembourg.

## 3.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Selon l'estimation préliminaire des comptes nationaux trimestriels, le PIB luxembourgeois a ralenti au premier trimestre de 2008. Sa progression trimestrielle s'est, en effet, établie à 1,3% par rapport au trimestre précédent et à 2,5% par rapport au premier trimestre de l'année 2007. En outre, en termes annuels, les estimations pour le deuxième, troisième et quatrième trimestre 2007 ont été révisées à la baisse (4,6% au lieu de 4,8% pour le deuxième trimestre, +3,4% au lieu de +4,2% pour le troisième trimestre et +3,5% au lieu de +3,8% pour le quatrième trimestre). Soulignons qu'en termes trimestriels, le deuxième et troisième trimestre de 2007 ont tous deux affichés un recul (respectivement de 0,1% et 0,5%).

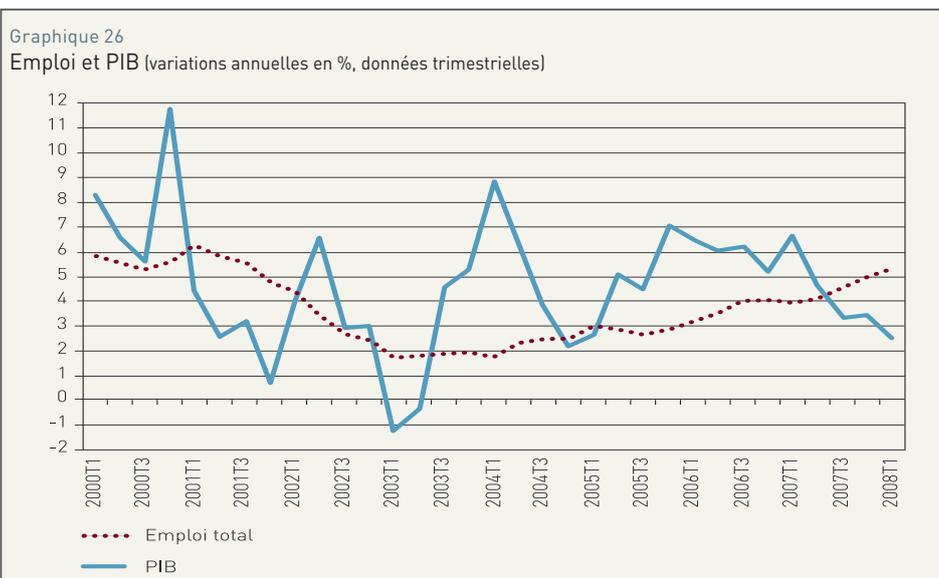
L'examen de la décomposition du PIB sous son optique dépenses indique que la progression annuelle du PIB au premier trimestre 2008 a fléchi essentiellement du fait d'une moindre contribution de la demande intérieure. A l'aune de cette estimation, chacune des composantes de cette dernière a enregistré une baisse de sa part contributive à la croissance par rapport à l'année précédente. La moindre contribution de

la consommation privée à la croissance au premier trimestre 2008 n'est guère surprenante à l'égard d'une part, de l'orientation moins favorable observée sur le front du chômage depuis le début de 2008 et, d'autre part, compte tenu de l'affaiblissement progressif de la confiance des consommateurs du Luxembourg depuis le second semestre 2007 qui reflète vraisemblablement les turbulences sur les marchés de capitaux et la hausse de l'inflation. Par ailleurs, la formation brute de capital fixe a elle aussi contribué dans une moindre mesure à la croissance au premier trimestre 2008 que l'année précédente à la même période notamment en écho à la stagnation de l'activité économique dans l'industrie. Sur le plan externe, la baisse des exportations combinée à un recul des importations s'est traduit par une contribution sensiblement moins importante du solde extérieur à la croissance annuelle du PIB au cours du premier trimestre de 2008.

Ces nouvelles estimations de la comptabilité nationale trimestrielle situent toujours la décélération du PIB à partir du premier trimestre 2006 mais elles décrivent ensuite un ralentissement beaucoup plus considérable à partir de 2007. L'emploi, qui a réagi avec retard à la reprise observée en 2005, a accéléré ensuite au cours de 2006, pour maintenir ce rythme de croissance au début de 2007 et puis, accélérer à nouveau

depuis la seconde moitié de 2007. Dès lors, la progression annuelle de l'emploi a ainsi dépassé celle du PIB depuis la seconde moitié de 2007. De manière rétrospective, la progression de la productivité du travail est en déclin constant depuis le premier trimestre de 2006 pour être devenue négative à partir de la mi-2007. Cette configuration préfigure donc soit un ajustement de la croissance à la hausse, soit de l'emploi à la baisse, soit les deux. Soulignons toutefois qu'en variation trimestrielle, la progression du PIB dépasse celle de l'emploi depuis le dernier trimestre 2007. A noter que cette analyse de la comptabilité nationale trimestrielle doit être interprétée avec une grande

prudence car avec l'extension de leur couverture statistique, ces résultats vont nécessairement faire l'objet de révisions lors des prochaines publications.



Source: Statec

### 3.11 RETOUR SUR LES PROJECTIONS MACRO-ÉCONOMIQUES DE L'ÉTÉ 2008

Les projections macroéconomiques de la BCL, qui datent de juin dernier, tablent sur une hausse du PIB réel en 2008 comprise dans une fourchette allant de 2,9% à 3,5% (après +4,5% en 2007). Elles ont été élaborées dans un contexte économique particulier. La publication – courant mai – des comptes pour le premier trimestre 2008 avait constitué une bonne surprise, la croissance ayant été sensiblement plus robuste qu'attendue tant au niveau de la zone euro que des Etats-Unis. Dans le même temps, le prix en dollar du pétrole atteignait des sommets historiques et, le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar évoluait autour de son niveau record. Enfin, l'incertitude relative à l'exposition du secteur financier européen et, par la même luxembourgeois, à la crise des «subprime» aux Etats-Unis demeurait difficile à évaluer.

L'indicateur d'activité de la BCL, pour sa part, suggérait début juin 2008 que la croissance économique au Luxembourg s'était maintenue à un rythme soutenu aux cours des deux premiers trimestres de l'année.

Aussi, il conduisait à privilégier la fourchette haute des projections pour la croissance économique en 2008 (soit +3,5%).

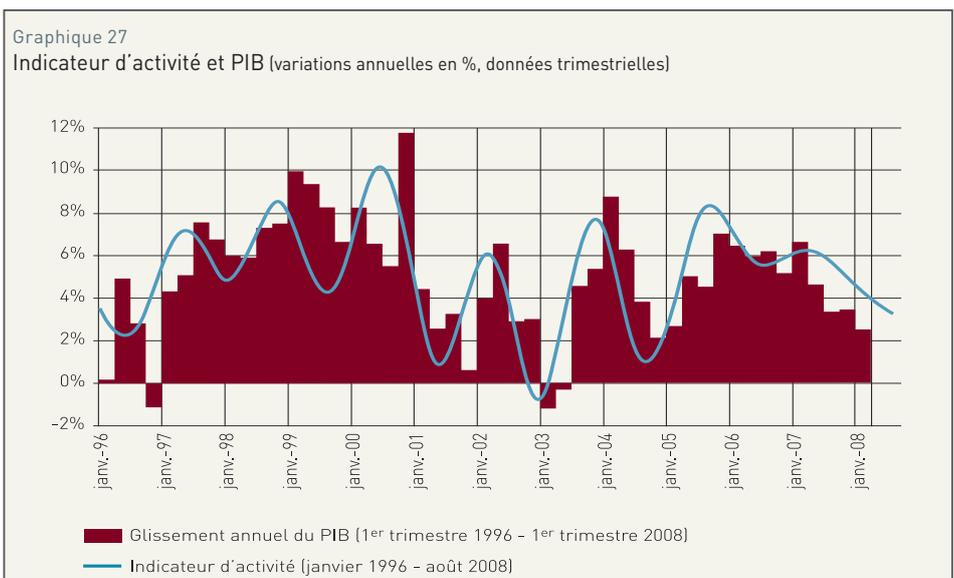
Depuis lors, de nouvelles statistiques économiques et financières ont été publiées et intégrées à l'indicateur d'activité. De manière non-exhaustive, on soulignera les suivantes :

- En premier lieu, la première estimation par le STATEC de la croissance du PIB au Luxembourg au premier trimestre 2008 s'est établie à +2,5% en glissement annuel (après +3,5% au quatrième 2007). Ce résultat s'est accompagné de sensibles révisions à la baisse du glissement annuel du PIB sur les trois trimestres précédents (de 0,2, 0,8 et 0,3 point de pourcentage pour respectivement les deuxième, troisième et quatrième trimestres 2007).

- En second lieu, l'information conjoncturelle issue des séries mensuelles individuelles, s'est enrichie depuis le mois de juin puisque de nouvelles observations sont désormais disponibles. Ces dernières concernent en particulier le deuxième trimestre 2008 et, dans une bien moindre mesure, le troisième. Ainsi, on observe à l'heure actuelle un tassement dans l'évolution du prix du pétrole en dollar, tandis que le taux de change de l'euro face au dollar a atteint des niveaux record en juillet avant de se déprécier quelque peu en août. Soulignons aussi que les résultats des dernières enquêtes de conjoncture dans l'industrie montrent que la confiance des industriels s'est sensiblement dégradée au cours des mois précédents, tant du point de vue de leurs carnets de commandes que de l'activité présente et passée. Enfin, on notera que l'indice boursier LuxX a poursuivi sa dégrise, dans le sillage des autres grandes places financières (New York, Londres, Francfort), et enregistrait fin août une baisse de 20% environ sur trois mois.

- Au final, ces dernières évolutions - quoique mitigées - plaident en faveur d'un ralentissement de l'activité au second trimestre 2008 ; et ce, en dépit des évolutions très favorables de l'emploi. Les perspectives pour le troisième trimestre de l'année, quant à elles, ne sont guères plus réjouissantes. Compte-tenu des informations conjoncturelles disponibles au 29 août 2008, l'indicateur d'activité devrait demeurer orienté à la baisse au moins jusqu'en septembre 2008.

De manière plus générale, les résultats de l'indicateur d'activité sont en ligne avec une modération de la croissance en moyenne annuelle du PIB en 2008. Ils ne remettent pas en question les projections publiées en juin dernier. En revanche, il apparaît clairement que c'est l'«information conjoncturelle» depuis le 04 juin 2008 qui nous permet de réviser quelque peu notre diagnostic par rapport à juin dernier (voir en particulier l'analyse des risques publiée dans le Rapport annuel 2007 de la BCL, page 103). Ainsi, l'indicateur d'activité conduit - à ce stade - à plus de prudence sur les perspectives de croissance au Luxembourg ; et à privilégier la fourchette basse de nos projections d'été pour la croissance économique au Luxembourg en 2008 (soit 2,9%).



Source: BCL, Statec

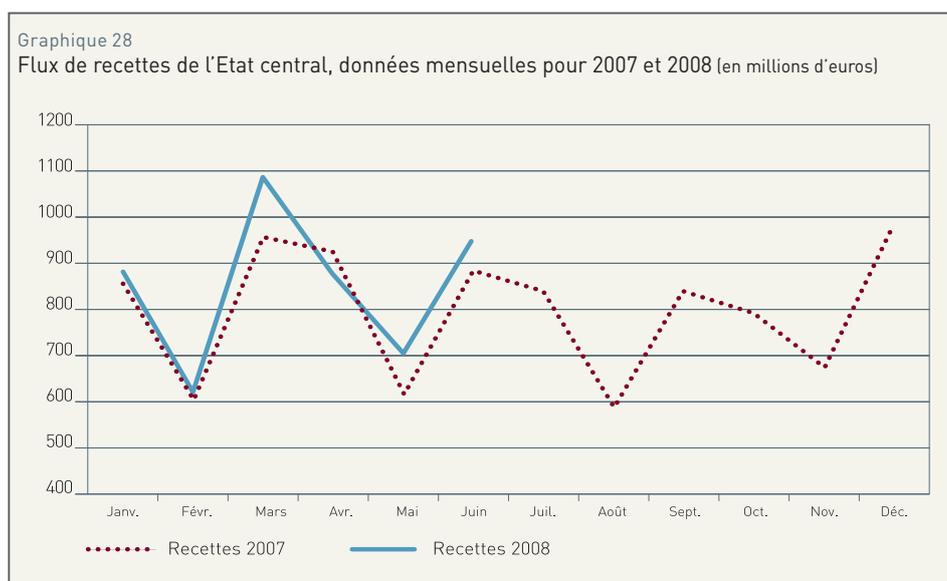
### 3.12 LES FINANCES PUBLIQUES

Les récentes turbulences sur les marchés financiers ainsi que la crise dite «du sub-prime» imputable notamment à l'immobilier américain, risquent d'avoir des conséquences négatives sur les finances publiques luxembourgeoises, notamment en ce qui concerne les impôts directs sur les sociétés. Cette tendance

nous mène à poursuivre une analyse plus détaillée de l'évolution des recettes de l'Etat, et plus particulièrement des impôts directs sur les sociétés.

Les premières indications fournies par le flux de recettes de l'Etat central observés depuis le début de l'année 2008 suggèrent que le ralentissement n'aurait guère eu d'impact significatif sur ces dernières (voir le graphique ci-dessous). Le graphique atteste même des montants des recettes encaissés au premier semestre 2008 supérieurs à ceux du premier semestre 2007<sup>34</sup>.

Il n'est cependant pas opportun de baser les commentaires uniquement



Sources: BCL, Statec

sur les chiffres de la comptabilisation mensuelle, vu que ceux-ci ne prennent pas en compte le principe de réalité économique et ne sont donc pas très représentatifs. Nous avons constaté que dans le passé, une importante différence s'est manifestée entre les recettes de l'Etat central calculées sur base de la comptabilisation mensuelle et celles calculées sur base des comptes nationaux annuels. La différence provient du fait que la première source se base essentiellement sur la comptabilité d'entrées et de sorties de fonds<sup>35</sup>, tandis que la deuxième est basée sur le principe de réalité économique. La comptabilisation mensuelle est en effet sensée nous donner uniquement une première indication de l'évolution des recettes et dépenses de l'Etat central. Ceci étant, on peut constater que cette comptabilité livre un solde total positif pour les six premiers mois de 2008, et même supérieur à celui des six premiers mois de 2007. Ce solde est clairement plus favorable que celui escompté pour cette période. Malheureusement, les chiffres de finances publiques issus des comptes nationaux ne sont à ce jour pas encore disponibles pour les six premiers mois de 2008.

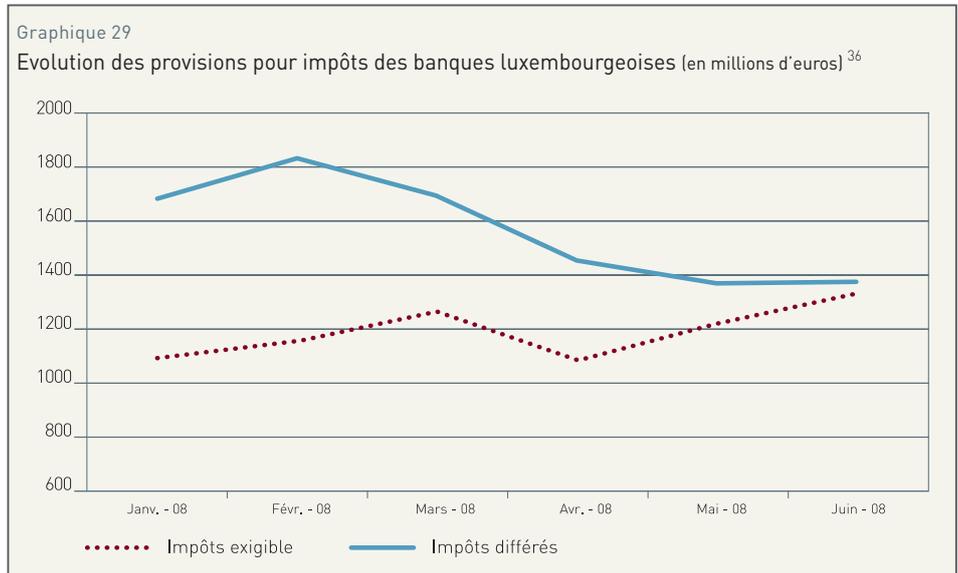
Lorsque l'on regarde de plus près l'évolution du produit bancaire, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, celui-ci est resté quasiment stable sur les périodes considérées, 1<sup>er</sup> semestre 2007 et 1<sup>er</sup> semestre 2008. Par contre, les établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise ont fait état d'une baisse de 82,4% sur le poste des autres revenus, par rapport à la même période de l'année dernière. Cette évolution s'explique en partie par le recul des principaux indices boursiers suite à la crise de l'immobilier américain et des variations de valeur subséquentes de leurs portefeuilles de négociation, notamment comptabilisés dans cette catégorie de revenus. Cette dernière étant défavorable risque d'avoir des effets négatifs sur les recettes de l'Etat.

34 Le total des recettes encaissées en premier semestre 2008 est de 6% supérieur au total des recettes encaissées pendant la même période de 2007.

35 Les fonds propres des fonds spéciaux ne sont pas pris en compte. De plus, les dotations sont prises en compte plutôt que les dépenses réelles.

Un aspect du bilan des banques riche d'enseignement est l'évolution des provisions pour impôts. Elles montrent l'évolution des engagements fiscaux des banques vis-à-vis de l'Etat. Une accélération du remboursement par les banques de ces soldes d'impôts permettrait d'amortir dans une certaine mesure l'incidence de la crise financière sur le budget de l'Etat. Cependant, les provisions pour impôts (impôts exigibles) ont tendance à augmenter depuis le début de l'année, ce qui tend à infirmer la dernière affirmation.

De plus, l'observation de l'évolution des actifs nets des OPC<sup>37</sup> amène à constater que ces derniers ont tendance à fléchir depuis le mois de novembre 2007 – à l'exception du mois de mai 2008 – ce qui s'explique par les turbulences financières observées depuis le mois d'août de l'année 2007, et les variations au cours du mois principalement dues aux variations des marchés financiers, et non aux émissions et rachats nets.



Sources: CSSF et calculs BCL.

L'analyse de l'évolution des OPC permet de conclure que le secteur suit une tendance négative depuis la fin de l'année dernière, ce qui ne manquera pas d'avoir un impact négatif sur les recettes de la «taxe d'abonnement». A ce stade, il est cependant hasardeux de chiffrer cet impact, vu que l'on dispose que de données pour les six premiers mois de l'année 2008 et que les turbulences du secteur financier mondial continuent.

La principale conclusion qui se dégage de ces commentaires est que l'impact de la crise financière sur les recettes de l'Etat n'est pas clair sur base des statistiques disponibles. Sur base de l'analyse des entrées de fonds du 1<sup>er</sup> semestre 2008, la crise financière n'aurait pas d'impact significatif, tandis que sur base de l'analyse des évolutions des comptes profits et pertes (revenues des banques) et celle de l'évolution des OPC l'impact négatif est plus visible. Afin d'avoir une vue plus claire sur l'impact que la crise peut avoir sur les finances publiques, il est impératif de disposer des statistiques plus détaillées sur les recettes de l'Etat (notamment ventilation: taxes d'abonnement, droits d'enregistrement, impôts reçus sur les revenus des capitaux, etc.).

A ce stade ci, il est un peu tôt de juger l'impact de la crise sur les recettes étant donné que l'impact ne se fera sentir que graduellement. Il faut éviter une conclusion prématurée d'un effet faible de la crise sur le secteur financier luxembourgeois et continuer à faire preuve de la plus grande vigilance sur le plan budgétaire dans un environnement incertain.

En juin 2008<sup>38</sup>, l'OCDE a publié une étude économique sur le Luxembourg qui souligne une fois de plus l'importance du secteur financier luxembourgeois pour les recettes de l'Etat et la nécessité de renforcer

<sup>36</sup> «L'impôt exigible» est le montant des impôts sur le bénéfice payables (récupérables) au titre du bénéfice imposable (perte fiscale) d'une période, déterminée) selon les règles établies par l'administration fiscale.

La constatation des impôts différés est obligatoire selon IAS12 (International Accounting Standards): «l'impôt différé» sert à gommer les distorsions qui existent entre le résultat comptable et le résultat fiscal de façon à présenter une image économique de la situation, non polluée par des règles fiscales. Les différences temporaires entre le résultat comptable et le résultat fiscal donnent lieu à la constatation d'impôts différés.

<sup>37</sup> Voir graphique intitulé «Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif», point 1.3.7.7, du présent Bulletin.

<sup>38</sup> OCDE (2008), Etude économique de l'OCDE: Luxembourg, vol. 2008/12.



les avantages concurrentiels de la place financière ainsi que de poursuivre ou même de renforcer l'effort de diversification économique.

Dans la même étude, l'OCDE émet des recommandations relatives aux trois domaines clés de la politique budgétaire luxembourgeoise destinées à:

1. assurer la viabilité budgétaire ;
2. améliorer le cadre budgétaire ;
3. avoir une gestion des ressources humaines axée sur l'efficacité.

Concernant les mesures destinées à assurer la viabilité budgétaire sur un horizon de long terme l'OCDE a relevé les éléments suivants<sup>39</sup>:

- combler l'écart de viabilité budgétaire et ne pas laisser monter le ratio de la dette publique par rapport au PIB à 60%, afin d'éviter un effet de boule de neige qui risquerait de gonfler la dette publique ;
- prolonger l'horizon du fonds de réserve du système de retraite au moins jusqu'à 2050, au lieu des sept ans qui sont actuellement en vigueur ;
- renforcer le rôle du fonds de réserve du système de santé ;
- élargir la base de financement en relevant les taux d'activité des travailleurs âgés ;
- relever l'âge de la retraite en fonction des gains passés d'espérance de vie ;
- et étaler la diminution du taux de remplacement sur une période assez longue.

Ces mesures corroborent largement les recommandations qui ont été mises en avant par la BCL dans diverses publications récentes.

Un événement qui a tout particulièrement attiré l'attention du public est l'adoption par la Chambre des députés du projet de loi portant sur l'introduction du «Statut unique» pour les salariés du secteur privé. Ce dernier entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2009. Il est difficile d'identifier à ce stade de manière exhaustive les retombées budgétaires du statut unique. Trois conséquences peuvent cependant d'ores et déjà être isolées: hausse du coût de la main-d'œuvre de l'ordre de 0,5% au maximum, uniformisation des régimes d'heures supplémentaires et des économies des économies de fonctionnement induites du fait notamment de la réorganisation administrative de la sécurité sociale<sup>40 41</sup>.

Le projet de budget 2009 sera déposé à la Chambre des Députés au début du mois d'octobre. Il inclura bien évidemment les modifications liées à l'introduction du «Statut unique».

Le décompte annuel global des recettes et des dépenses de l'assurance maladie-maternité de l'exercice 2007<sup>42</sup> – élaboré par l'Union des Caisses de Maladie (UCM) – a été publié en juillet 2008. Il met en relief une inflexion à la hausse du patrimoine de l'UCM en 2007, après une stagnation en 2006. L'excédent des recettes courantes sur les dépenses courantes de neuf millions d'euros a fait passer le patrimoine de l'UCM de 177,9 à 186,9 millions d'euros. Cette réserve dépasse à concurrence de respectivement 4,2 millions d'euros et de 0,2% la réserve minimale légale qui doit être égale à 10% des dépenses courantes.

L'excédent résulte d'un côté d'une plus value de cotisations aussi bien pour les prestations en nature que pour les prestations en espèce, et de l'autre côté d'une plus value de la surprime correspondante de l'Etat. Le nombre de cotisants pour prestations en nature des assurés actifs était supérieur de 0,7% par rapport à

39 OCDE (2008), Etude économique de l'OCDE: Luxembourg, vol. 2008/12. pp.99-100.

40 L'une des pièces angulaires de cette réorganisation est la fusion des caisses de maladie et de pension.

41 Pour plus de détails, voir Bulletin 2007/1, section Finances publiques.

42 Union des Caisses de Maladie (juillet 2008), *Le décompte annuel global des recettes et des dépenses de l'assurance maladie-maternité de l'exercice 2007*, Luxembourg.

l'hypothèse correspondante du budget de l'UCM, alors que le nombre des assurés pensionnés était inférieur de 0,1%. Le revenu moyen cotisable pour prestation en nature des assurés actifs a également été supérieur de 0,3% au chiffre utilisé pour le budget. Ainsi, au total la masse salariale cotisable a été supérieure à celle prévue au budget à raison de 0,7% pour les assurés actifs et de 0,2% pour les assurés pensionnés. Cette évolution s'explique en particulier par le secteur financier, qui a participé significativement à la création de nouveaux emplois. Sur le premier semestre 2008, la création nette d'emplois a continué à un rythme élevé tant dans les banques que dans l'économie en général. Cette création paraît cependant extraordinaire à l'aune de l'impact des turbulences financières sur les banques et les OPC luxembourgeois, et de manière plus générale, de la forte décélération de la croissance du PIB, cette création devrait donc s'infléchir. Ceci voudrait dire que la situation du patrimoine de l'UCM risque de se dégrader dans les années à venir et de se ainsi positionner en-dessous du niveau de fonds de roulement minimal exigé.

De manière générale, les événements récents ainsi que les deux dernières publications citées plus haut ne remettent pas en question les projections des soldes des finances publiques publiées dans le Rapport Annuel 2007 de la BCL en juin dernier, ces dernières ayant déjà incorporé les risques liés à une conjoncture économique plus défavorable.