Bulletin
2007/1

BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTÈME

Sommaire

1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10

1.1 La situation économique dans la zone euro 13
1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire 13
1.1.2 Les taux d'intérêt des IFM de la zone euro 18
1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme 19
1.1.4 Les marchés boursiers 20
1.1.5 Les taux de change de l'euro 21
1.1.6 L'évolution des prix à la consommation 22
1.1.7 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail 23
1.1.8 Le commerce extérieur 25
1.1.9 La balance des paiements 26
1.2 La situation économique au niveau de la Grande Region 28
1.3 La situation économique au Luxembourg 30
1.3.1 L'évolution des prix et des coûts 30
1.3.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation 30
1.3.1.2 Les prix à la production industrielle 34
1.3.2 L'industrie 35
1.3.3 La construction 36
1.3.4 Le commerce et les autres secteurs 40
1.3.5 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs 40
1.3.6 Le marché du travail 42
1.3.6.1 L'emploi 42
1.3.6.2 Le chômage 43
1.3.6.3 Les coûts salariaux 44
1.3.7 Le secteur financier 45
1.3.7.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier 45
1.3.7.2 Les établissements de crédit 45
1.3.7.3 Les organismes de placement collectif 59
1.3.7.4 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire 62
1.3.7.5 Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises) 64
1.3.8 Le commerce extérieur 66
1.3.9 La balance des paiements 67
1.3.9.1 Le compte courant 67
1.3.9.2 Le compte financier 67
1.3.10 La croissance économique 68
1.3.10.1 Comptes nationaux annuels: Révisions apportées à la croissance annuelle du PIB réel 70
1.3.10.2 Comptes nationaux trimestriels: Estimation préliminaire de la croissance pour le premier trimestre 2007 70
1.3.11 Les finances publiques 71

2 Analyses 74

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

3 Statistiques 102

4 Actualités 162

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

Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Secrétariat général
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie: (+352) 4774-4910
e-mail: sg@bcl.lu

Luxembourg, septembre 2007

EDITORIAL

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

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

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

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

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

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

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

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

Yves Mersch

Chapitre 1

LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE

1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10

1.1 La situation économique dans la zone euro 13

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire 13

1.1.2 Les taux d'intérêt des IFM de la zone euro 18

1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme 19

1.1.4 Les marchés boursiers 20

1.1.5 Les taux de change de l'euro 21

1.1.6 L'évolution des prix à la consommation 22

1.1.7 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail 23

1.1.8 Le commerce extérieur 25

1.1.9 La balance des paiements 26

1.2 La situation économique au niveau de la Grande Region 28

1.3 La situation économique au Luxembourg 30

1.3.1 L'évolution des prix et des coûts 30

1.3.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation 30

1.3.1.2 Les prix à la production industrielle 34

1.3.2 L'industrie 35

1.3.3 La construction 36

1.3.4 Le commerce et les autres secteurs 40

1.3.5 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs 40

1.3.6 Le marché du travail 42

1.3.6.1 L'emploi 42

1.3.6.2 Le chômage 43

1.3.6.3 Les coûts salariaux 44

1.3.7 Le secteur financier 45

1.3.7.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier 45

1.3.7.2 Les établissements de crédit 45

1.3.7.3 Les organismes de placement collectif 59

1.3.7.4 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire 62

1.3.7.5 Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises) 64

1.3.8 Le commerce extérieur 66

1.3.9 La balance des paiements 67

1.3.9.1 Le compte courant 67

1.3.9.2 Le compte financier 67

1.3.10 La croissance économique 68

1.3.10.1 Comptes nationaux annuels: Révisions apportées à la croissance annuelle du PIB réel 70

1.3.10.2 Comptes nationaux trimestriels: Estimation préliminaire de la croissance pour le premier trimestre 2007 70

1.3.11 Les finances publiques 71

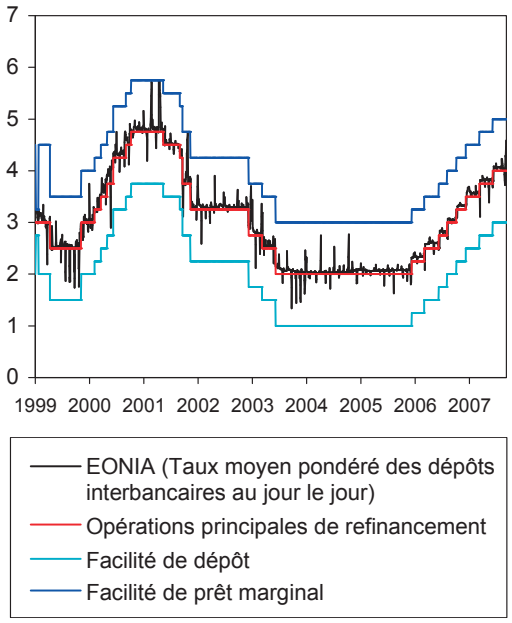
1.1 La situation économique dans la zone euro

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

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

Graphique 1

Evolution des taux directeurs de l'Eurosystème et de l'EONIA



Sources: BCE, Bloomberg

Le Conseil des gouverneurs a estimé que des risques à la hausse pesant sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme subsistent, et que les dernières données macroéconomiques confirment la solidité des fondamentaux de la zone euro et vont dans le sens d'une évolution à moyen terme favorable pour la croissance du PIB en volume. Cependant, la volatilité des marchés financiers et la réappréciation du risque ces dernières semaines ont conduit à un accroissement de l'incertitude. Compte tenu du degré élevé d'incertitude, il est approprié de collecter des informations supplémentaires et d'examiner les nouvelles informations avant de tirer des conclusions pour la politique monétaire. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre très attentivement l'ensemble de ces évolutions. Si la politique monétaire de l'Eurosystème demeure accommodante, le Conseil des gouverneurs agira de manière résolue et en temps opportun pour éviter que les risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme ne se matérialisent et pour que les anticipations à moyen terme demeurent solidement ancrées à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

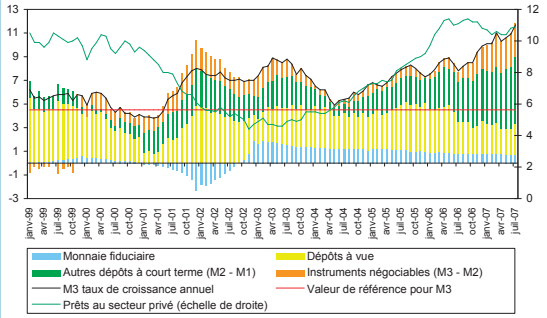
S'agissant de l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat le glissement annuel de l'IPCH s'est établi à 1,8% en août; la progression annuelle de l'IPCH fut de 1,8% et 1,9% au premier et deuxième trimestre respectivement, avant de passer à 1,8% en juillet. Pour ce qui est de l'évolution future des prix, selon les projections des services de l'Eurosystème faites en septembre, les fourchettes calculées pour 2007 et 2008 se situent à l'intérieur des fourchettes établies en juin; la progression annuelle de l'IPCH devrait se situer entre 1,9% et 2,1% en 2007, et entre 1,5% et 2,5% en 2008. Plusieurs risques à la hausse subsistent cependant, notamment des relèvements de la fiscalité indirecte plus importants que prévus, une hausse continue des prix de l'énergie et des prix agricoles, des hausses salariales plus importantes qu'anticipées antérieurement et un renforcement du pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix dans des compartiments de marché où la concurrence est faible.

Quant à l'évolution de la croissance économique, la progression annuelle du PIB fut de 3,1% au premier trimestre et de 2,5% au deuxième. Les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème faites en septembre prévoient des fourchettes de croissance du PIB en volume en 2007 légèrement inférieures à celles de juin; pour l'année prochaine, les fourchettes demeurent inchangées. En 2007, la progression annuelle du PIB en volume devrait se situer entre 2,2% et 2,8%, alors que l'année prochaine elle devrait s'établir entre 1,8% et 2,8%. Les risques pesant sur ces projections de croissance économique sont liés pour l'essentiel à une incidence potentiellement plus importante de la réévaluation actuelle du risque sur les marchés financiers, aux déséquilibres mondiaux et aux pressions protectionnistes, ainsi qu'à de nouvelles hausses des prix du pétrole et des matières premières.

L'analyse monétaire a également permis d'identifier la présence de risques à la hausse sur la stabilité des prix à moyen et long termes. Malgré l'ajustement continu de l'orientation accommodante de la politique monétaire dans la zone euro, la liquidité demeure abondante; la progression annuelle de l'agrégat large M3 est passée de 10,1% depuis le début de l'année à 11,7% en juillet.

Graphique 2

Evolution de la monnaie et des prêts au secteur privé



Source: BCE

Néanmoins, l'ajustement de la politique monétaire a eu un impact sur l'évolution des sous-composantes de M3. Ainsi, la hausse des taux a augmenté le coût d'opportunité lié à la détention de dépôts à vue et la contribution de l'agrégat étroit M1 au taux de croissance annuel de M3 a continué de fléchir, passant de 3,3 points de pourcentage en début d'année à 2,9 points en juin. Cependant, la contribution de l'agrégat étroit à la progression annuelle de M3 a rebondi en juillet, s'établissant à 3,3 points de pourcentage; la progression de l'agrégat étroit s'est d'ailleurs quelque peu renforcée en cours d'année, passant de 5,9% en mai à 6,9% en juillet. Ceci pourrait s'expliquer par une demande de transaction accrue liée à la persistance de la vigueur de l'activité économique dans la zone euro, mais aussi par l'impact des développements récents observés sur les marchés financiers sur la demande de monnaie de certains secteurs. La progression annuelle des «autres dépôts à court terme (M2-M1)» s'est accélérée depuis le début de l'année, passant de 12% en janvier à 15,0% en juillet. Etant donné que les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois se sont contractés entre janvier et juillet, l'accélération de l'accroissement de M2-M1 est attribuable à la forte progression des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans; en effet, ces dépôts demeurent attrayants en raison de leur rémunération qui a augmenté au cours des derniers trimestres.

Finalement, en ce qui concerne l'apport de liquidité effectué en août, l'objectif de ces opérations fut de stabiliser les marchés, notamment le marché monétaire et le taux sur les dépôts interbancaires au jour le jour.

Le rôle des «autres intermédiaires financiers» (AIF) dans l'évolution des développements monétaires au Luxembourg

Cet encadré analyse l'importance des «autres intermédiaires financiers» (AIF) au Luxembourg, notamment en ce qui concerne leur rôle dans l'évolution des développements monétaires des dernières années.

Les agrégats monétaires utilisés à des fins de politique monétaire sont dérivés des bilans consolidés du secteur des institutions financières monétaires (IFM). L'agrégat monétaire large M3 se compose des éléments suivants:

1. billets et pièces en circulation
2. dépôts à vue
3. dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans
4. dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois
5. opérations de pension
6. titres d'OPCVM monétaires
7. titres de créance d'échéance inférieure ou égale à deux ans

Afin de pouvoir étudier le rôle des AIF dans l'analyse monétaire, il est nécessaire de procéder à une ventilation sectorielle des sous-composantes de M3. Outres les AIF, on distingue quatre secteurs, c'est-à-dire les administrations publiques autres que le gouvernement central, les ménages, les sociétés non-financières (SNF), et finalement les sociétés d'assurance et fonds de pension. Les AIF ont joué un rôle clef dans le développement du secteur financier luxembourgeois ainsi que dans la dynamique monétaire des dernières années. Une ventilation sectorielle n'est cependant disponible que pour les éléments 2 à 5 énumérés ci-dessus, c'est-à-dire pour les dépôts à court terme et les opérations de pension; d'ailleurs, une ventilation sectorielle par contrepartie géographique n'existe qu'à partir de 2003. De ce fait, notre analyse ne peut porter sur l'agrégat large dans son intégralité et se limite à la période 2003 à 2007.

Avant de considérer l'importance des AIF pour la dynamique monétaire, il convient cependant de présenter quelques chiffres clefs sur la composition de ce secteur. Actuellement, les statistiques des AIF regroupent deux catégories déclarantes d'AIF, à savoir les OPC autres que ceux du marché monétaire ainsi que les opérateurs sur titres et produits dérivés. Fin mars 2007, la somme de bilans de ces deux catégories s'élevait à environ 1,7 milliards d'euros, dépassant d'environ 60% la somme de bilans des IFM. La quasi-totalité de ce volume agrégé (plus de 99%) se réfère aux OPC autres que ceux du marché monétaire. A part ces deux types d'AIF, la place financière regroupe d'autres institutions financières qui figurent dans les statistiques monétaires en tant que contreparties des IFM. Selon les statistiques recueillies par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), au premier trimestre de l'année en cours, la somme de bilans des professionnels du secteur financier (PSF) classifiés comme AIF s'élevait à environ 77 milliards d'euros; plus de 96% de la somme de bilans se réfèrent aux professionnels effectuant du prêt sur titres, environ 2,2% aux professionnels effectuant des opérations de prêt et 1,1% aux dépositaires professionnels de titres ou d'autres instruments financiers[1,2]. Finalement, la place financière regroupait 12 organismes de titrisation agréés (au 31 mars 2007) ainsi que 116 SICAR (au 12 mars 2007).

Avant de procéder à l'analyse du rôle des AIF dans la dynamique monétaire, il convient d'examiner brièvement l'évolution des sous-composantes des dépôts à court terme et des opérations de pension. En fait, depuis 2004 ces sous-composantes ont évolué d'une façon plutôt hétérogène. En 2004, le taux de croissance annuel moyen des dépôts à court terme et des opérations de pension fut de 1,7%; les années suivantes cependant, leur taux de croissance annuel fut nettement plus important, passant de 8,3% en 2005 à 10,7% en 2006, avant de fléchir légèrement pour s'inscrire à 8,2% dans la première moitié de l'année en cours. Ces moyennes annuelles dissimulent cependant un degré de volatilité assez important en ce qui concerne les variations mensuelles sous-jacentes, volatilité qui découle du fait que le Luxembourg est une petite économie très ouverte avec quelques opérateurs de marché clefs dont les bilans témoignent de variations importantes qui ne sont pas nécessairement liées aux fondamentaux macroéconomiques domestiques. Afin de lisser les variations substantielles d'un mois à l'autre, nous avons calculé les moyennes mobiles centrées sur trois mois des indices des stocks corrigés[3], ce qui nous permet de mieux comparer les données à deux moments précis.

L'évolution des sous-composantes inclus dans les dépôts à court terme et les opérations de pension fut assez hétérogène. Alors que les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois se sont accrus de plus de 130% entre mai 2003 et mai 2007, les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans ont augmenté de moins de 15%. L'accroissement fut plutôt uniforme à travers le temps en ce qui concerne les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, hormis quelques brèves périodes lors desquelles ces dépôts ont fléchi (notamment en mi-2006). L'évolution des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans fut cependant nettement moins uniforme, bien qu'une tendance positive existe depuis mi-2005. Les dépôts à vue se sont accrus progressivement, de presque 60% entre mai 2003 et mai 2007, alors que les pensions ont augmenté de moins de 20% de façon assez volatile.

---

1 *D'ailleurs, au 31 mars 2007, la place financière regroupait 135 professionnels du secteur financier exerçant une activité connexe ou complémentaire à une activité du secteur financier (somme de bilans: 3,5 milliards d'euros) qui ne font pas partie des AIF au Luxembourg au niveau des statistiques monétaires.*

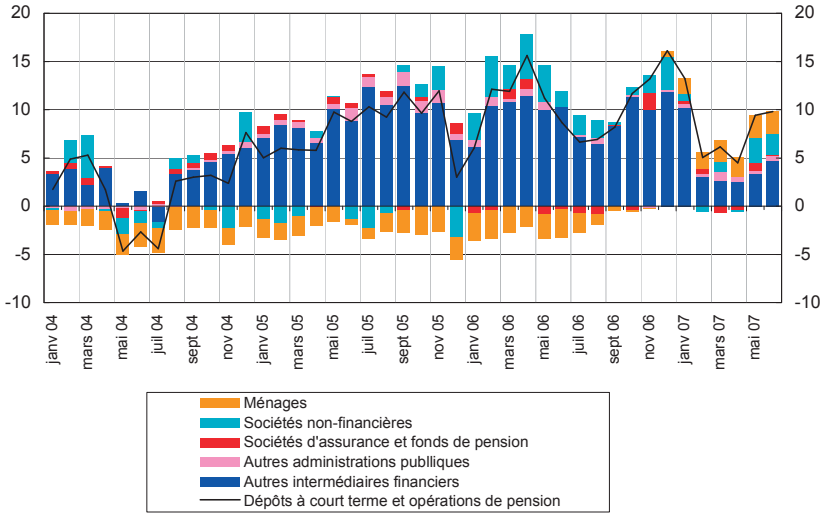
2 *Etant donné qu'un même établissement peut être repris dans plusieurs sous-catégories des PSF, la somme de bilans agrégée des PSF telle que présentée ci-dessus ne constitue qu'un seuil supérieur de l'activité des PSF agréés au Luxembourg.*

3 *Il s'agit des encours corrigés des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations.*

Les AIF représentent presque 50% des dépôts à court terme et des opérations de pension dans M3. Comme le démontre le *Graphique 1*, le secteur des AIF a eu un impact substantiel sur la dynamique monétaire depuis 2004.

Graphique 1

Décomposition par secteur des taux de croissance annuels relatifs aux dépôts à court terme et aux opérations de pension (taux de croissance en pourcentages, contributions en points de pourcentage)



Source: BCL

Depuis début 2007, la contribution des AIF au taux de croissance annuel des dépôts à court terme et des opérations de pension s'est cependant normalisée; cette évolution fait suite à une période prolongée (notamment en 2005 et en 2006) lors de laquelle les AIF ont exercé une influence très importante sur la dynamique monétaire. Pourtant, entre avril et juin 2007 la contribution des AIF au taux de croissance annuel des dépôts à court terme et des pensions a rebondi à nouveau. La ventilation sectorielle des contributions au taux de croissance montre d'ailleurs que la contribution de certains secteurs, notamment celui des ménages, est devenue positive fin 2006, amplifiant ainsi la pression sur la dynamique monétaire.

Il n'est pas évident d'identifier les facteurs explicatifs responsables pour la forte contribution des AIF à la croissance des dépôts à court terme et des opérations de pension. En général, les avoirs monétaires des AIF ne sont pas en rapport étroit avec ceux des secteurs détenteurs traditionnels de monnaie. Il existe plusieurs explications pour cette faible corrélation.

Tout d'abord, les déterminants des avoirs monétaires des AIF ne sont pas nécessairement les mêmes que ceux des avoirs monétaires des ménages ou des SNF, quoique les facteurs explicatifs traditionnels comme les variations des taux d'intérêt ou du PIB affectent aussi la demande de monnaie des AIF. Cependant, la demande de monnaie des AIF semble davantage dépendre des différences au niveau des législations nationales plutôt que des fondamentaux macroéconomiques domestiques; de plus, des informations anecdotiques semblent indiquer que les variables explicatives de la demande de monnaie des AIF dépend aussi des opérations intra-groupe spécifiques qui ne sont pas forcément liées aux fondamentaux de l'économie luxembourgeoise et/ou européenne. Ce point est d'autant plus important étant donné qu'une grande partie des dépôts des AIF n'est en fait pas détenue par des résidents. En outre, la demande de monnaie des AIF reflète des choix de portefeuille et la demande de monnaie est donc plus volatile que celle des ménages; par contraste, elle n'est pas nécessairement plus volatile que la demande de monnaie des SNF ou des sociétés d'assurance et fonds de pension. Les AIF dépendent d'ailleurs davantage de développements supranationaux comme l'évolution des cours de change, étant donné que leur champ d'activité a une dimension plus internationale que celui des autres secteurs détenteurs de monnaie. L'importance de la dimension internationale se traduit également par une part plus importante de dépôts libellés en devises étrangères (33%) par rapport aux ménages et aux SNF.

Deuxièmement, alors que la demande de monnaie dépend également, bien que dans une moindre mesure, des variables explicatives qui jouent au niveau des autres secteurs détenteurs de monnaie, il est probable que les AIF répondent différemment aux variations de ces facteurs explicatifs traditionnels.

Troisièmement, plus que les autres secteurs privés détenteurs de monnaie, le secteur des AIF est toujours en pleine mutation. Ceci se manifeste non seulement par un nombre d'institutions en pleine expansion, mais aussi par une forte dynamique au niveau du volume de leurs activités. Quoique la somme de bilans des IFM luxembourgeoises ait augmenté de moins de 29% entre mars 2003 et mars 2007, celle des AIF déclarants a plus que doublé pendant cette même période. D'ailleurs, la forte croissance des AIF peut également être le résultat d'une externalisation de certaines activités d'origine bancaire vers des sociétés de placement.

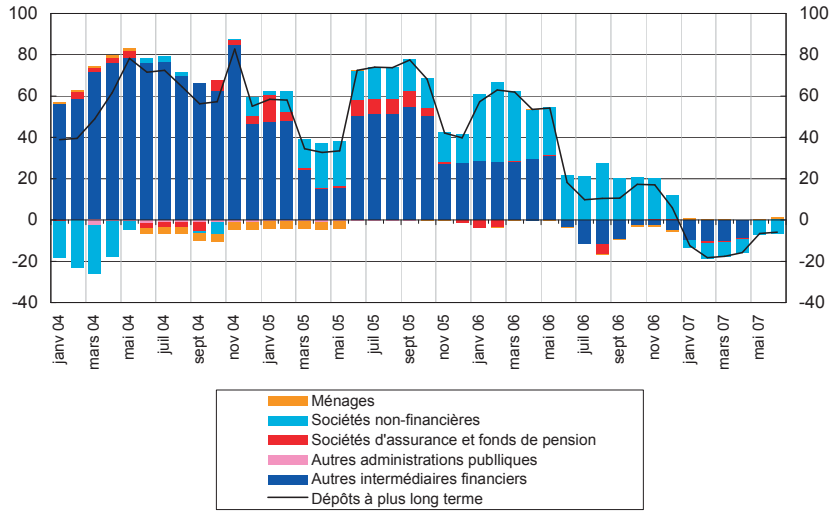
Quatrièmement, l'analyse empirique de la demande de monnaie des AIF peut être compliquée lorsque la demande elle-même est sujette à des changements. Par exemple, la diminution de la part des dépôts à court terme ainsi que des opérations de pension dans le total des actifs des AIF peut être due à un changement des fondamentaux de la demande de monnaie; cependant, elle pourrait tout aussi bien refléter un changement structurel de la demande de monnaie elle-même. Contrairement aux ménages, en raison des liens économiques importants des AIF avec les marchés financiers étrangers, la distinction de la demande de monnaie entre les détenteurs résidents et non-résidents ne peut que marginalement améliorer l'analyse des facteurs explicatifs de la demande de monnaie.

En résumé, les déterminants des avoirs monétaires des AIF ne sont pas forcément les mêmes que ceux des autres secteurs détenteurs de monnaie; en outre, il est nettement plus difficile d'identifier les facteurs explicatifs de la demande de monnaie des AIF. De plus, par opposition aux autres secteurs comme par exemple celui des ménages, l'analyse des AIF résidents ne permet pas d'identifier les liens entre la demande de monnaie et les fondamentaux de l'économie luxembourgeoise étant donné que les clients des AIF «domestiques» sont en fait souvent des non-résidents.

Jusqu'à présent, seuls les développements des dépôts à court terme et des opérations de pension ont été considérés; pourtant, il convient également d'examiner l'évolution des dépôts à plus long terme étant donné que ces dépôts constituent des contreparties de M3. Les dépôts à plus long terme comprennent les dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans ainsi que les dépôts remboursables avec un préavis de plus de trois mois. Comme le démontre le *Graphique 2*, jusqu'en début 2005 le secteur des AIF fut l'unique moteur de leur dynamique de croissance.

Graphique 2

Décomposition par secteur des taux de croissance annuels relatifs aux dépôts à plus long terme (taux de croissance en pourcentages, contributions en points de pourcentage)



Source: BCL

Au cours de l'année 2005, le secteur des SNF a contribué de plus en plus au taux de croissance annuel des dépôts à plus long terme, dépassant même le secteur des AIF à plusieurs reprises entre avril 2005 et mars 2006. A partir de mi-2006, la contribution des AIF fut négative pour la plupart du restant de la période d'observation. Pendant plusieurs mois encore, le taux de croissance annuel des dépôts à plus long terme demeura positif en raison d'une contribution considérable des SNF; néanmoins, depuis le début de l'année en cours la contribution des SNF elle aussi est négative, entrainant dans son sillage une répression des dépôts à plus long terme.

La progression dynamique des dépôts à plus long terme détenus par les AIF (avant le ralentissement au cours de l'année passée) par rapport aux autres secteurs a entraîné une redistribution sectorielle: si début 2003 les AIF détenaient un peu plus de 10% des dépôts à plus long terme, cette part s'établissait à plus de 55% en mi-2007. On peut alors s'interroger sur le rôle de la titrisation dans cette redistribution sectorielle. Lorsqu'un prêt titrisé demeure au bilan d'une IFM, c'est-à-dire en cas de titrisation synthétique, le risque est transféré à un véhicule ad hoc (*«financial vehicle corporation»*) qui émet des titres adossés à des actifs (*«asset-backed securities»*) et en investit le produit dans des actifs sûrs qui comprennent sans doute des dépôts à plus long terme des IFM. Sur base de données actuellement disponibles, il n'est pourtant pas possible de corroborer cette hypothèse. Alors que la loi du 22 mars 2004 établit un cadre légal pour les véhicules de titrisation, nous ne disposons, à ce stade, pas encore de données sur le volume de titrisation au Luxembourg. De plus même si certaines indications sur l'activité de véhicules de titrisation régis par la loi du 22 mars 2004 étaient disponibles, il ne serait toutefois pas possible de tenir compte du volume d'activité de titrisation au Luxembourg d'une façon complète. En effet, des opérations de titrisation peuvent également être menées par le biais de sociétés régies par la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales qui ne sont actuellement pas assujetties à une collecte de données.

Il a déjà été noté ci-dessus que la contribution des AIF à la progression des dépôts à court terme et des opérations de pension fut très élevée ces dernières années; néanmoins, la progression des dépôts à plus long terme détenus par les AIF fut quasiment exponentielle par rapport à l'accroissement des dépôts à court terme et des opérations de pension détenus par ce secteur. La forte progression des dépôts à plus long terme est d'ailleurs surtout attribuable à la dynamique de croissance des dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans, la part de dépôts remboursables avec un préavis de plus de trois mois détenue par le secteur des AIF étant très faible comparée à celle des dépôts à terme.

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

Les taux d'intérêt auxquels il est fait référence ci-dessous sont ceux offerts par les banques de la zone euro à leur clientèle domestique, c'est-à-dire les sociétés non financières et ménages de la zone euro. Les six relèvements des taux de l'Eurosystème intervenus entre juin 2006 et Juin 2007 ont conduit à une hausse de l'ensemble des taux d'intérêt offerts par les IFM de la zone euro sur cette période.

Ainsi, au cours des six premiers mois de 2007, le coût des crédits immobiliers, à taux variable ou dont la période de fixation du taux d'intérêt (PFTI) est inférieure à un an, s'est apprécié de 43 points de base, passant de 4,56% en décembre 2006 à 4,99% en juin 2007; sur la même période, le taux de refinancement de l'Eurosystème progressait de 50 points de base. Contrairement à la situation luxembourgeoise, où 85% des contrats sont à taux variable, dans la zone euro seuls 41% des contrats sont à taux variable. Sur un an, c'est à dire depuis juin 2006 (4,00%), la hausse du coût des crédits immobiliers atteint 99 points de base.

Le coût des crédits autres qu'immobiliers avec une PFTI inférieure à un an s'est apprécié de 56 points de base entre décembre 2006 (4,93%) et juin 2007 (5,49%). Sur un an, le coût de ces crédits a augmenté de 101 points de base.

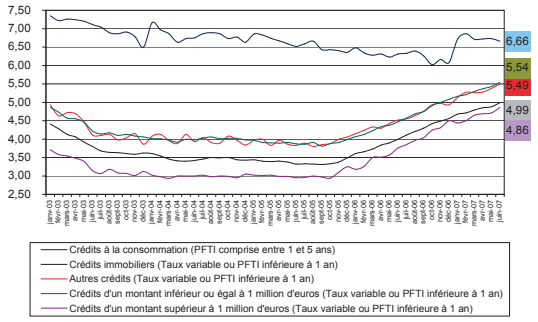
Notons enfin que le coût des crédits à la consommation, avec une PFTI comprise entre un et cinq ans, se sont apprécié de 58 points de base entre décembre 2006 (6,08%) et juin 2007 (6,66%). Sur un an, le coût de ces crédits a d'abord diminué entre juin 2006 (6,31%) et décembre 2006 (6,08%) pour reprendre une tendance fortement haussière entre décembre 2006 et juin 2007.

Le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), dont la PFTI est inférieure à un an et dont le montant ne dépasse pas un million d'euros, était en hausse de 46 points de base entre décembre 2006 (5,08%) et juin 2007 (5,54%). Il en va de même pour les crédits aux

SNF dont le montant est supérieur à un million d'euros, avec une hausse de 36 points de base entre décembre 2006 (4,50%) et juin 2007 (4,86%). Il faut rappeler que la situation des crédits aux SNF est très hétérogène au sein de la zone euro en raison notamment des différences entre chaque marché en matière de concurrence entre banques et de niveau d'intermédiation.

Graphique 3

Les taux d'intérêt débiteurs offerts par les IFM de la zone euro sur la période 2003 – 2007

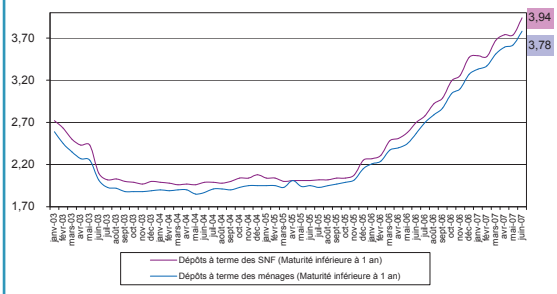


Source: BCL

En ce qui concerne la rémunération des dépôts à moins d'un an offerte par les IFM de la zone euro, celle-ci à progressé de 51 points de base, passant de 3,27% en décembre 2006 à 3,78% en juin 2007, pour les ménages; pour les SNF, la progression a atteint 47 points de base en passant de 3,47% en décembre 2006 à 3,94% en juin 2007. Sur un an, la progression de ces rémunérations atteignent respectivement 121 et 124 points de base, soit presque autant que la hausse du taux de refinancement de l'Eurosystème sur cette période (+125 points de base).

Graphique 4

Les taux d'intérêt créditeurs offerts par les IFM de la zone euro sur la période 2003 – 2007



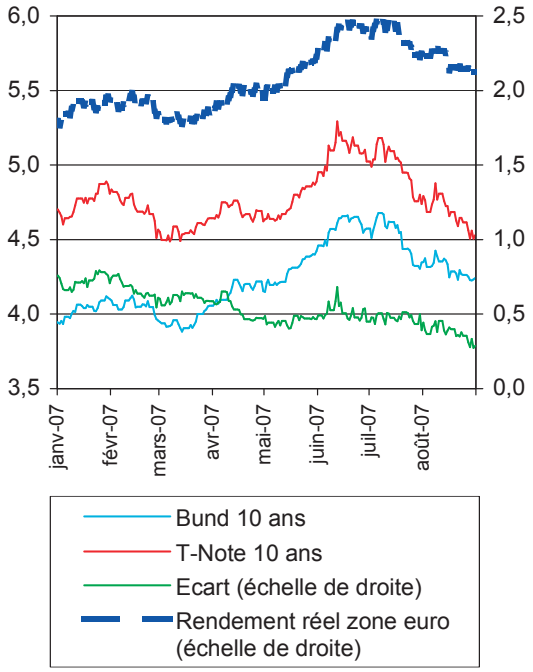
Source: BCL

1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme

Entre fin-mai et fin-août, les rendements des titres publics à long terme se sont légèrement repliés de part et d'autre de l'Atlantique; le rendement sur les titres publics de la zone euro est passé de 4,42% en début de période à 4,24% au 31 août, alors que le rendement sur les obligations américaines est passé de 4,89% à 4,53%. Ainsi l'écart entre les deux rendements a fléchi en cours de période, s'inscrivant à 29 points fin-août. En juin et en juillet respectivement, les rendements américains et ceux de la zone euro ont d'ailleurs atteint leurs sommets de cinq ans.

Graphique 5

Les rendements des titres publics à long terme



Source: Bloomberg

Durant la première quinzaine du mois de juin, les rendements obligataires ont généralement poursuivi leur tendance haussière. Les développements sur les marchés obligataires découlaient en grande partie du fait que les opérateurs de marché estimaient que les perspectives de croissance demeuraient très favorables; aux Etats-Unis, ils jugeaient que l'activité économique allait résister mieux que prévu à une détérioration éventuelle du marché immobilier américain. Ainsi, début juin les marchés obligataires ont enregistré des cessions

massives et les révisions à la hausse des perspectives de croissance ont incité des hausses des taux d'intérêt sur toutes les échéances. Dans la zone euro aussi bien qu'aux Etats-Unis, les perspectives de croissance favorables se répercutaient d'ailleurs sur les anticipations relatives à l'évolution future des taux directeurs. Alors que la volatilité implicite s'était accrue au mois de juin, elle s'inscrivait toutefois toujours à des niveaux historiquement faibles.

La tendance haussière des rendements obligataires s'est cependant inversée au cours de la deuxième moitié du mois de juin suite à l'apparition des premiers signes de perturbations observés sur le marché américain des prêts immobiliers de moindre qualité (c'est-à-dire sur le marché «subprime»); les taux ont alors fléchi sur toutes les échéances. Cependant, c'est au cours du mois de juillet que les investisseurs se montraient de plus en plus soucieux de la détérioration du marché subprime et des retombées éventuelles. En effet, les développements du subprime conduisaient à une baisse de la valeur de certains titres adossés à des créances hypothécaires («mortgage-backed securities»), ainsi qu'à une revalorisation des risques. Ainsi, les obligations publiques ont joué le rôle traditionnel de valeurs refuges, étant donné que ces titres représentent des valeurs sûres dans des situations d'incertitude accrue. C'est dans ce contexte qu'il faut également comprendre la baisse des rendements réels à long terme enregistrée dans la zone euro en juillet, plutôt que d'interpréter cette dernière comme une révision à la baisse, par les investisseurs, des perspectives de croissance. La volatilité s'est fortement accrue en juillet, atteignant des niveaux proches des sommets enregistrés les deux dernières années.

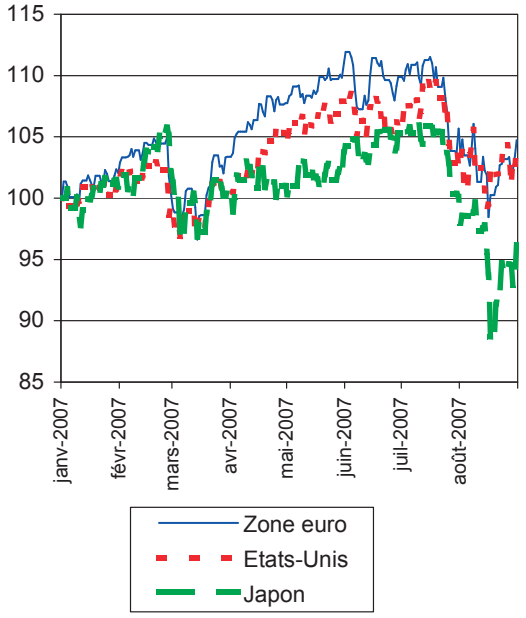
Début août, les rendements sur les titres publics ont rebondi en raison de la brève reprise des marchés boursiers qui furent alors plus attrayants que les marchés obligataires; par la suite, les rendements obligataires se sont cependant à nouveau inscrits en baisse, reflétant le report vers les valeurs sûres suite aux tensions liées au marché subprime aux Etats-Unis.

1.1.4 Les marchés boursiers

Entre fin-mai et fin-août, les cours boursiers américains, japonais et ceux de la zone euro se sont repliés de 3,7%, 7,3% et 5,7% respectivement. Ainsi, en fin de période, le Standard and Poor's 500 s'est inscrit à 1 474 points, le Dow Jones EuroStoxx à 414 points et l'indice japonais à 16 569 points.

Graphique 6

Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon (indice: 01/01/2007 = 100; données quotidiennes)



Source: Bloomberg

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

Si entre mi-mars et fin-mai les cours boursiers ont continué de progresser dans le cadre d'une performance exceptionnelle observable depuis plusieurs années, l'accroissement rapide des rendements obligataires début juin a mis fin à cette tendance haussière, étant donné que les rendements obligataires servent de taux d'actualisation des revenus futurs anticipés. Les cours ont ensuite rebondi au cours du mois de juin quand la situation sur les marchés obligataires s'est stabilisée. De plus, les perspectives de rentabilité des entreprises, tout comme les perspectives économiques, demeuraient favorables; ces deux facteurs ont soutenu les marchés boursiers. Néanmoins, la montée des prix pétroliers ainsi que les anticipations des opérateurs de marché quant à des nouvelles hausses des taux directeurs ont pesé sur les cours dans la deuxième moitié du mois de juin. Si la volatilité a augmenté en juin, elle demeura toutefois à des niveaux historiquement faibles.

La progression des cours boursiers s'est encore poursuivie jusqu'en mi-juillet avant de fléchir fortement suite aux perturbations sur le marché américain des

prêts immobiliers de moindre qualité (le marché «subprime»); ces perturbations s'accompagnaient de lourdes pertes de valeur sur certains titres adossés à des créances hypothécaires («mortgage-backed securities»), ainsi que d'une revalorisation généralisée des risques, notamment du risque de crédit. Entre mi- et fin-juillet, le Nikkei 225 et le Dow Jones EuroStoxx ont fléchi de 5%, alors que le Standard and Poor's 500 a reculé de 6%. La chute des cours a surtout affecté les actions du secteur financier, en raison de l'exposition des banques et des sociétés financières à des instruments de transfert du risque de crédit. Pourtant, les perspectives macroéconomiques demeuraient généralement favorables, tout comme les perspectives de rentabilité des entreprises. Ces évolutions ont également affecté la volatilité qui a fortement augmenté au cours du mois de juillet.

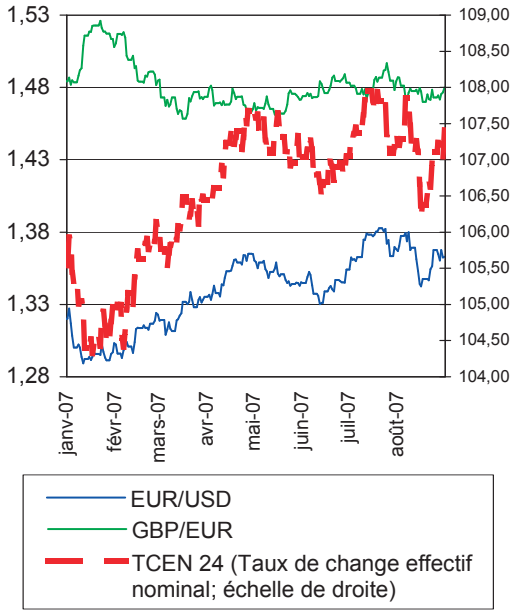
Alors que la chute des cours s'est ralentie début août, les marchés ont continué de se replier après un bref rebond, dans le sillage d'un manque de confiance des investisseurs et des craintes grandissantes relatives à une crise de liquidité; ces craintes ont toutefois été mitigées, pour partie, par les apports de liquidité par les banques centrales, notamment dans la zone euro. En plus, la décision du Système fédéral de réserve de baisser le taux d'escompte de 50 points de base le 17 août a donné de l'élan aux cours boursiers. Au cours de la deuxième quinzaine du mois, les opérateurs de marché ont révisé leurs anticipations relatives à l'évolution future des taux directeurs aux Etats-Unis et dans la zone euro ; les craintes relatives à l'évolution future du marché subprime se sont d'ailleurs progressivement atténuées. Quant au Nikkei 225, l'indice japonais a largement suivi les cours de change du yen qui s'est rapidement apprécié face à l'euro et au dollar américain au cours de la première quinzaine du mois d'août, avant d'embarquer sur une trajectoire baissière.

1.1.5 Les taux de change de l'euro

L'euro ne s'est que très légèrement apprécié en termes de taux de change effectif nominal[4] (TCEN) entre fin-mai et fin-août. Ce développement découle d'un mouvement de balancier des cours bilatéraux de l'euro par rapport aux devises principales comprises dans le panier du TCEN. Le taux de change bilatéral de l'euro face au dollar s'est également légèrement apprécié sur cette période. On note cependant un affaiblissement prononcé de l'euro par rapport au yen, alors que la monnaie unique ne s'est que légèrement repliée par rapport à la livre sterling.

Graphique 7

Les taux de change de l'euro



Sources: Bloomberg, BCE

Durant la première quinzaine de juin, l'euro s'est légèrement affaibli face au dollar, les opérateurs de marché ayant jugé que l'activité économique aux Etats-Unis allait résister mieux que prévu à une dégradation du marché immobilier américain. A partir de mi-juin cependant, l'euro s'est à nouveau apprécié envers le dollar américain, en raison d'une réévaluation, par les opérateurs de marché, des futures évolutions cycliques entre les deux économies et les anticipations des différentiels de taux d'intérêt y afférentes. L'apparition des premiers signes de tensions sur le marché des prêts immobiliers de moindre qualité (« subprime ») aux Etats-Unis a sans doute renforcé ce mouvement. Fin juin, le taux de change bilatéral de l'euro par rapport au dollar ne fut que légèrement supérieur à son niveau de fin mai. Au cours du mois de juin, l'euro s'est également apprécié contre le yen japonais, étant donné que les conditions de marché demeuraient favorables à la poursuite d'importantes opérations de portage de devises (« carry trades »), malgré l'apparition des premiers signes d'une détérioration du subprime. L'euro s'est légèrement replié face à la livre sterling, alors que le TCEN est resté globalement inchangé en juin tout en

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

suivant approximativement le cours de l'euro par rapport au dollar.

Le renforcement de l'euro face à la devise américaine s'est poursuivi pour la plupart du mois de juillet en raison des tensions accrues sur le marché subprime aux Etats-Unis; le 20 juillet, l'euro s'est établi à un nouveau plus haut historique face au dollar américain. La monnaie unique a encore poursuivi son appréciation face au yen japonais, atteignant un sommet historique au 12 juillet; lors de la première quinzaine de juillet, l'euro s'est également renforcé par rapport à la livre sterling. Vers la fin du mois, le dollar s'apprécia à nouveau face à l'euro, les tensions du subprime ayant poussé les investisseurs américains à rapatrier leur argent en faveur des titres publics, comme en témoigne la chute des rendements obligataires vers la fin du mois. La montée des tensions sur le marché subprime toucha également le cours du yen contre l'euro, suite à un changement d'attitude des opérateurs de marché face au risque, ce qui rendait les opérations de portage de devises nettement moins attrayantes, conduisant ainsi à une importante appréciation de la devise nippone. A partir de mi-juillet, l'euro s'est également affaibli contre la livre sterling, bien que ce mouvement ait été inversé vers la fin du mois. Ces développements se sont d'ailleurs répercutés sur le TCEN qui a évolué en parallèle avec les principales devises incluses dans le panier, notamment le dollar américain.

Dans la première quinzaine du mois d'août, le dollar américain s'est généralement renforcé, jouant le rôle traditionnel de devise de réserve dans un climat d'incertitude accrue. L'euro s'est également replié face au yen, la cause sous-jacente principale étant toujours le dénouement des opérations de portage de devises. Cependant, au cours de la deuxième quinzaine du mois les craintes relatives à une crise de liquidité se sont progressivement atténuées ; par conséquent, l'euro s'est à nouveau apprécié contre les devises américaine et nippone.

S'agissant des monnaies membres du mécanisme de change européen II (MCE II), celles-ci sont restées stables entre fin-mai et début septembre, à l'exception de la couronne slovaque et du lats letton. La couronne slovaque s'est globalement raffermie dans la période de référence, alors que le lats letton s'est légèrement affaibli en cours de période, notamment en août.

Finalement, le 10 juillet 2007, le Conseil de l'Union Européenne (UE) a adopté une décision autorisant Chypre et Malte à rejoindre la zone euro le premier janvier 2008. A partir de cette date, la zone euro comprendra donc quinze Etats membres de l'UE. Les taux de conversion respectifs par rapport à l'euro ont été fixés à CYP 0,585274 et MTL 0,429300.

1.1.6 L'évolution des prix à la consommation

La hausse annuelle de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) de la zone euro a fluctué entre 1,8 et 1,9% au cours des sept premiers mois de 2007. Cet indice reste ainsi sous la barre des 2% pour le onzième mois de suite, en raison de contributions relativement faibles de la progression annuelle des prix de l'énergie sur cette période.

Bien que le taux de variation annuel des prix de l'énergie soit demeuré relativement modéré au cours de la période sous revue, en raison d'effets de base favorables une hausse des prix de cette composante a été enregistrée. En effet, au cours des sept mois allant de janvier à juillet 2007, les prix de l'énergie ont affiché une augmentation de 5,2% sous l'effet de la flambée des cours du pétrole.

Le rythme annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie est demeuré stable à 1,9%, sans changement depuis février 2007, après avoir affiché un profil d'augmentation entre fin 2006 et début 2007, en grande partie en raison du relèvement de la TVA en Allemagne.

Les taux de variation annuels des prix des produits alimentaires transformés et des produits manufacturés hors énergie sont restés assez stables depuis début 2007, alors que le rythme annuel des prix des services s'est inscrit sur une trajectoire ascendante depuis fin 2006. Les fluctuations relativement marquées des prix des produits alimentaires non transformés intervenues depuis le début 2007 semblent être liées aux conditions météorologiques hivernales et printanières inhabituellement clémentes dans la plus grande partie de l'Europe.

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

	2005	2006	2006 juil.	2006 août	2006 sept.	2006 oct.	2006 nov.	2006 déc.	2007 janv.	2007 févr.	2007 mars	2007 avril	2007 mai	2007 juin	2007 juil.	2007 août
IPCH global	2.2	2.2	2.5	2.3	1.8	1.6	1.8	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
dont																
- Produits alimentaires non transformés	0.8	2.8	3.2	3.9	4.6	4.2	4.4	3.7	3.7	2.7	2.9	3.9	3.1	2.9	2.8	
- Produits alimentaires transformés	2.0	2.1	2.3	2.2	1.8	2.2	2.2	2.1	2.2	2.1	1.9	1.9	1.9	2.0	1.9	
- Produits manufacturés hors énergie	0.3	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	
- Energie	10.1	7.7	9.5	8.1	1.5	-0.5	2.1	2.9	0.9	0.8	1.8	0.4	0.3	0.9	0.0	
- Services	2.3	2.0	2.1	1.9	2.0	2.1	2.1	2.0	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6	
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	

Source: Eurostat

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH s'est établie à 1,8% en août 2007, sans changement par rapport à juillet. Cependant, la ventilation détaillée des composantes de l'IPCH du mois d'août n'est pas encore disponible.

Les dernières projections établies par les services de la Banque centrale européenne indiquent que la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 1,9% et 2,1% en 2007 et entre 1,5% et 2,5% en 2008. Par rapport aux projections de juin des experts de l'Eurosystème, les nouvelles fourchettes pour 2007 et 2008 se situent à l'intérieur des fourchettes établies précédemment.

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

Après s'être consolidée en 2006, la croissance de la zone euro est demeurée sur le haut de la vague au premier trimestre de 2007. En effet, la progression trimestrielle du PIB s'est alors établie à 0,7% après 0,9% au dernier trimestre de 2006. Néanmoins, l'estimation rapide pour le deuxième trimestre indique un léger essoufflement (0,3%).

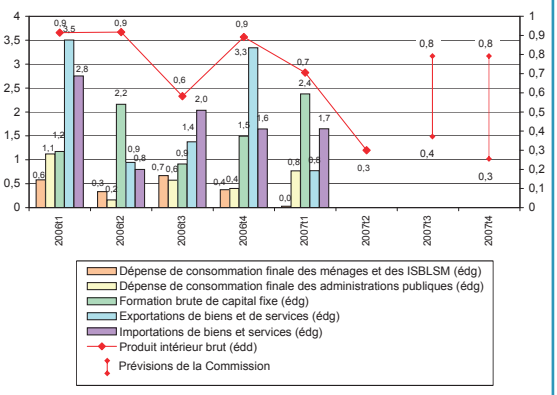
L'examen des différentes composantes du PIB révèle que la demande intérieure a été le principal moteur de la croissance au premier trimestre (avec une contribution à la progression du PIB de 0,7pp hors variation des stocks, après 0,4pp au dernier trimestre 2006), les exportations nettes ayant quant à elles ponctionné la croissance (de l'ordre de 0,4pp alors qu'elles contribuaient encore à hauteur de +0,7pp au quatrième trimestre de 2006).

La robustesse de la contribution de la demande intérieure au cours du trimestre sous revue a été principalement attribuable à l'investissement toujours porté par des perspectives bien orientées de la demande et des conditions de financement externe favorables (0,5pp après 0,3pp). Par ailleurs, la part contributive de la demande publique est demeurée positive (0,2pp après 0,1pp) tandis que celle de la consommation privée s'est révélée nulle (après encore 0,2pp au dernier trimestre de 2006) sous l'effet du relèvement de la TVA intervenu en Allemagne en janvier.

A noter que les stocks ont aussi apporté une contribution substantielle à la progression du PIB (0,4pp) au cours du trimestre sous revue, conséquence à la fois de la distorsion des chiffres relatifs aux exportations allemandes (qui a affecté le calcul des stocks un trimestre auparavant) et des fluctuations à court terme liées à l'incidence du relèvement de la TVA en Allemagne.

Graphique 8

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



Sources: Eurostat et Commission européenne

Dans une optique prospective, selon le scénario de base établi respectivement par la BCE, la Commission européenne et l'OCDE, les perspectives d'évolution à moyen terme demeurent favorables au sein de la zone euro.

Plus en détail, la première estimation d'Eurostat indique que l'activité économique dans la zone euro continue de progresser à un rythme soutenu. La croissance du PIB en volume s'est atténuée au deuxième trimestre, s'établissant à 0,3% en rythme trimestriel, contre 0,7% au trimestre précédent. Cependant, il convient de prendre dûment en considération la volatilité de ces taux de croissance. Il apparaît ainsi que la croissance économique enregistrée sur l'ensemble du premier semestre 2007 a été conforme à son niveau potentiel. Selon les dernières projections de la BCE, le rythme d'expansion annuel moyen du PIB en volume s'inscrirait entre 2,2% et 2,8% en 2007 et entre 1,8% et 2,8% en 2008.

Par rapport aux projections de juin 2007 établies par l'Eurosystème, la fourchette des prévisions de croissance du PIB en volume pour 2007 a été légèrement révisée à la baisse, en raison essentiellement des hypothèses d'un certain relèvement des prix du pétrole et d'un léger resserrement des conditions de financement de marché lié à la hausse des primes de risque moyennes. Cette révision de la fourchette rappelle de façon opportune l'incertitude générale entourant les projections économiques, qu'il convient de souligner étant donné la volatilité actuelle des marchés financiers. Pour 2008, la fourchette pour la croissance projetée du PIB n'a pas été révisée. Les risques pesant sur ces projections de croissance économique sont considérés comme orientés à la baisse. Ils sont liés pour l'essentiel à une incidence potentiellement plus importante de la réévaluation actuelle du risque sur les marchés financiers, aux déséquilibres mondiaux et aux pressions protectionnistes, ainsi qu'à de nouvelles hausses des prix du pétrole et des matières premières.

La consommation privée augmenterait pour sa part globalement en phase avec le revenu réel disponible, qui a, d'une part, absorbé les effets des relèvements de la fiscalité indirecte au début de 2007 et qui devrait, d'autre part, profiter de l'amélioration de la situation sur le marché du travail. Ainsi, les services de la BCE projettent que la consommation privée enregistrerait une croissance en glissement annuel comprise entre 1,4% et 1,8% en 2007 et entre 1,5% et 2,7% en 2008. La consommation publique se placerait quant à elle sur un sentier de croissance modérée s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,3% et 2,3% en 2007 et 1,2% et 2,2% en 2008. La progression de la formation brute de capital fixe demeurerait dynamique dans un contexte caractérisé par des conditions de financement toujours favorables, des bénéfices élevés et des perspectives d'évolution optimistes de la demande. Dès lors, le taux de croissance annuel moyen de la formation brute de capital fixe s'inscrirait dans un intervalle de 3,6% à 5,2% en 2007 et de 1,4% à 4,6% en 2008.

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

	2006	*2007*	*2008*
Prévisions de la Commission européenne			
PIB réel	2,8	2,6	2,5
Projections de l'OCDE			
PIB réel	2,8	2,7	2,3
Projections de septembre de la BCE			
PIB réel	2,9	2,2-2,8	1,8-2,8
Consommation privée	1,9	1,4-1,8	1,5-2,7
Consommation publique	1,9	1,3-2,3	1,2-2,2
Formation brute de capital fixe	5,2	3,6-5,2	1,4-4,6
Exportations de biens et de services	8,2	4,6-7,4	3,9-7,1
Importations de biens et de services	7,9	3,7-6,7	3,6-7,0

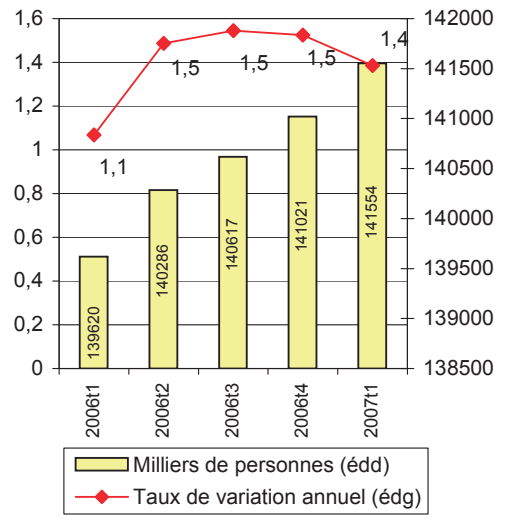
Sources: Eurostat, Commission européenne, OCDE et BCE

La situation sur le marché du travail a continué de s'embellir en 2007. Pour rappel, après être restée largement inchangée en 2004 et 2005 (respectivement 0,9% et 0,8%), la croissance annuelle de l'emploi s'est accélérée en 2006 affichant 1,4%, taux aussi observé au cours du premier trimestre de 2007. L'emploi total a ainsi atteint 141,6 millions de personnes au cours du trimestre sous revue.

Les données disponibles sur le front du chômage étayent cette embellie puisque le taux de chômage a poursuivi sa baisse graduelle au cours du premier semestre de 2007 pour se placer au-dessous de la barre de 7,0% en juin (6,9% plus précisément). Soulignons que le taux de chômage de juin 2007 correspond au niveau le plus bas observé depuis la création de la série en 1993. En termes absolus, le nombre de chômeurs s'établit désormais à environs 10 millions de personnes en juin 2007 soit 1,4 millions de chômeurs en moins que l'année précédente à la même période.

Graphique 9

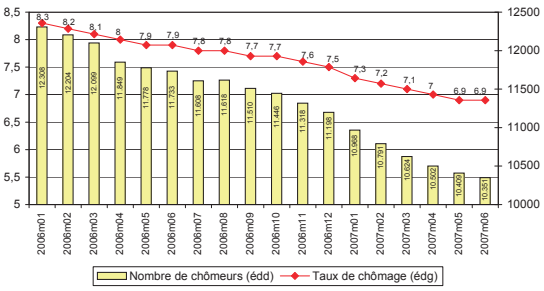
Variation annuelle et niveau de l'emploi total (à l'erreur d'arrondis près)



Source: Eurostat

Graphique 10

Nombre de chômeurs (milliers de personnes) et taux de chômage standardisé pour la zone euro (en % de la population active)



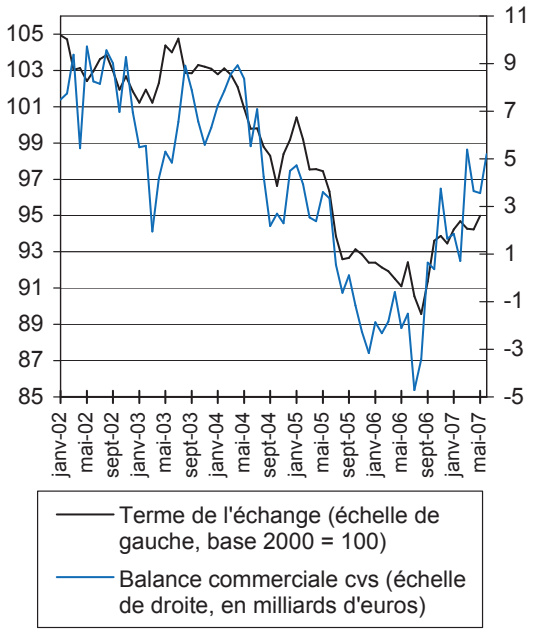
Source: Eurostat

1.1.8 Le commerce extérieur

Sous l'effet d'une embellie des termes de l'échange, le solde commercial de la zone euro s'est nettement amélioré sur les six premiers mois de 2007 (voir graphique 1 ci-dessous). La zone euro a ainsi enregistré un excédent commercial de 11,6 milliards d'euros sur les six premiers mois de 2007 comparé à un déficit de 17,8 milliards sur la même période de 2006. Cette amélioration s'explique par la croissance plus importante des exportations de biens que celle des importations. Ces dernières ont en effet enregistré une hausse de 4,6% en valeur contre 9,2% pour les exportations. De même en volumes[5], la croissance des exportations (7,5%) s'est avérée supérieure à celle des importations (6,2%,voir graphique 2). L'analyse des prix relatifs montre que la zone euro a bénéficié d'une évolution favorable (+2,9%) des termes de l'échange, les valeurs unitaires à l'importation ayant baissé de 0,9% contre une hausse de 2% pour les valeurs unitaires à l'exportation. La détente des prix de l'énergie exprimés en euros (à la fois sous l'effet d'une baisse sur la période sous-revue des cours du baril et sous l'effet de l'appréciation de l'euro face au dollar) est à l'origine de l'amélioration des termes de l'échange de la zone euro.

Graphique 11

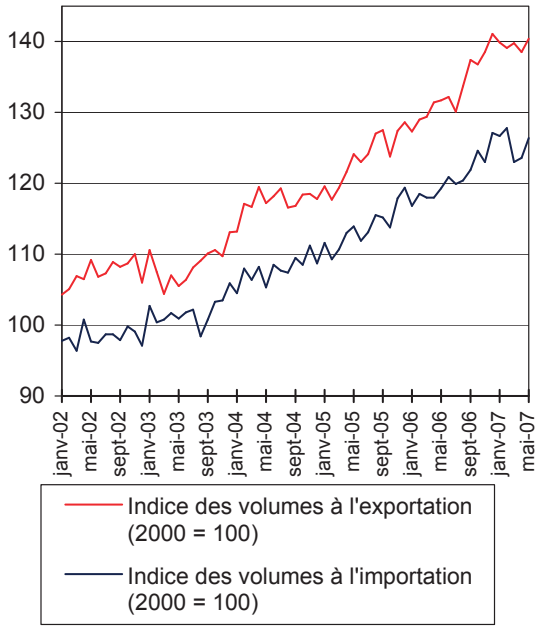
Evolutions mensuelles des termes de l'échange et du surplus commercial de la zone euro (données corrigées des variations saisonnières, cvs)



Source: Eurostat

Graphique 12

Evolution en volumes du commerce extérieur de la zone euro



Source: Eurostat

La ventilation du solde commercial par principales catégories de biens montre que les excédents sur les machines et matériels de transport (69,6 milliards d'euros) ainsi que sur les produits chimiques et connexes (35,8 milliards) ont respectivement progressé de 26,8% et de 11,7% sur les cinq[6] premiers mois de 2007. Par contre le surplus sur les produits manufacturés classés selon la matière première a poursuivi sa contraction (-60,9% à 4,8 milliards d'euros). Concernant les échanges de biens pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde négatif, le déficit dans l'énergie s'est contracté de 15,5%, soit 89 milliards sur les cinq premiers mois de 2007. Le déficit dans les matières brutes (hors produits pétroliers) s'est par contre alourdi de 27,4% (14,8 milliards) sous l'effet d'une hausse généralisée des cours de ces produits.

La décomposition du commerce extérieur selon les principaux partenaires de la zone euro indique que l'excédent envers les Etats-Unis a diminué de 13,4% à 24,6 milliards sur les cinq premiers mois de 2007. En revanche, le surplus vis-à-vis du Royaume-Uni a progressé de 40,9% à 25,5 milliards. On note également une amélioration des excédents vis-à-vis de la Suisse (5,8 milliards) et vis-à-vis de la Pologne (9,1 milliards). Les déficits des échanges avec les pays producteurs de pétrole se sont réduits: les pays membres de l'OPEP (-42,1% à 12,2 milliards d'euros), la Russie (-37,1% à 13,5 milliards), la Norvège (-22% à 9,1 milliards) et les pays d'Afrique (-32,7% à 9,8 milliards). En revanche, les traditionnels déficits vis-à-vis de la Chine (42,7 milliards) et vis-à-vis du Japon (10,2 milliards) ont augmenté respectivement de 23,6% et de 6,6%.

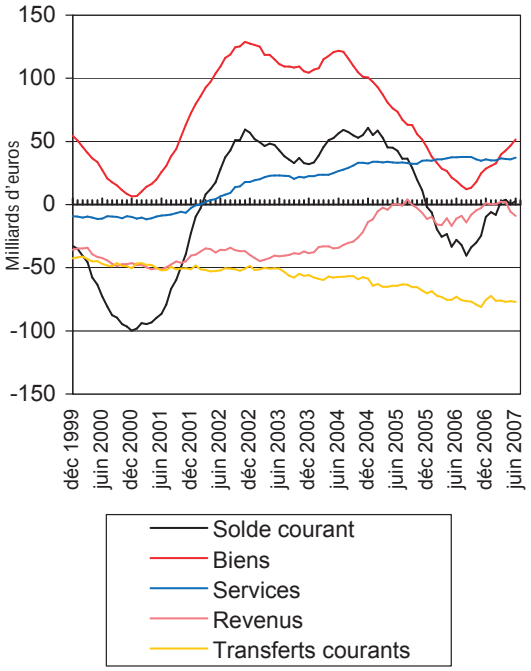
1.1.9 La balance des paiements

Cumulé sur une période couvrant les douze derniers mois s'achevant en juin 2007, le solde de la balance courante de la zone euro est positif de 2,6 milliards d'euros, après avoir enregistré un déficit de 28 milliards un an plus tôt. Cette amélioration s'explique par une évolution favorable des soldes des marchandises et des revenus. L'embellie du surplus cumulé des biens, qui a plus que doublé en atteignant 51,5 milliards en juin 2007, est due à la croissance plus importante des exportations de biens que celle des importations (cfr. section 1.1.8 ci-dessus). La zone euro a également bénéficié d'une évolution très favorable dans le solde des revenus qui a vu son déficit cumulé chuter à 9 milliards d'euros en juin 2007, comparé à un déficit cumulé de 11 milliards d'euros sur la même période de 2006. Concernant les deux autres balances partielles du compte courant, l'excédent cumulé des services s'est réduit (-1,1% à

37,1 milliards en juin 2007) tandis que le déficit des transferts courants a augmenté (+5,3% à 77 milliards d'euros).

Graphique 13

Evolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



Source: BCE

Dans les transactions du compte financier, la zone euro a enregistré des sorties nettes cumulées de 28 milliards d'euros sur la période couvrant les douze derniers mois s'achevant en juin 2007 contre 102 milliards sur la même période de 2006. Cette baisse s'explique par les évolutions survenues dans les autres investissements (prêts et dépôts) qui ont subi d'importantes sorties nettes ayant fortement compensé, avec les sorties d'investissements directs, les entrées d'investissements de portefeuille.

L'importante hausse des entrées nettes sur investissements de portefeuille, qui ont atteint 356 milliards sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2007 contre 156 milliards sur la même période de 2006, est due en grande partie aux achats nets d'actions (247 milliards) et d'obligations (163 milliards) de la zone euro par les investisseurs non-résidents. Les rendements relativement meilleurs sur les marchés boursiers de la zone euro et la hausse des taux d'intérêt (cfr. Sections 1.1.3 et 1.1.4 ci-dessus) ont été à la base de cette préférence pour les actions et pour les obligations émises dans la zone euro.

Les entrées nettes ci-dessus ont été en grande partie compensées par les sorties nettes d'investissements directs et d'autres investissements. Même s'ils ont tendance à diminuer dans le temps, les flux d'investissements directs réalisés par les entreprises de la zone euro restent soutenus, essentiellement ceux à destination du Royaume-Uni, des pays émergents et des pays d'Europe de l'Est. Dans les «autres investissements», les sorties nettes cumulées ont atteint 140 milliards d'euros en juin 2007 et s'expliquent par une hausse des avoirs extérieurs nets des institutions financières monétaires et des «autres secteurs».

6 *A la date d'arrêté de ce Bulletin, les données de juin 2007 détaillées par principales catégories de biens et par pays partenaire n'étaient pas disponibles.*

1.2 La situation économique au niveau de la Grande Région

Le présent survol de l'évolution économique au sein de la Grande Région, qui est constituée de la Lorraine, de la Rhénanie-Palatinat, de la Sarre, de la Wallonie et du Luxembourg, fournit une mise à jour de contributions parues antérieurement dans les bulletins de la BCL. L'intérêt tout particulier porté à la situation conjoncturelle dans la Grande Région s'explique par le considérable degré d'ouverture de l'économie luxembourgeoise, surtout envers les régions voisines. La situation économique au Luxembourg est décrite en détail au point suivant du présent Bulletin.

En 2006, selon les estimations et prévisions de l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS), la croissance du PIB en volume de la Wallonie s'est nettement renforcée par rapport aux années précédentes, ressortant à 2,7%. Cette bonne performance est liée, notamment, à un renforcement significatif de la demande intérieure et, bien que dans une moindre mesure, au dynamisme de la demande extérieure. Pour 2006, L'IWEPS estime que la contribution de la demande intérieure à la croissance du PIB se situerait à près de 3 points de pourcentage, tandis que la demande extérieure pourrait avoir contribué quelque 0,4 point de pourcentage.

La forte croissance de la demande intérieure wallonne est liée au dynamisme de la consommation privée des ménages et à la forte progression des investissements des entreprises. Les évolutions favorables du chiffre d'affaires dans le commerce de détail et de l'indicateur de confiance auprès des ménages confirment le dynamisme relativement soutenu de la consommation privée des ménages en Wallonie en 2006. Les investissements des entreprises wallonnes auraient affiché une croissance 6,5% en 2006. L'évolution favorable du nombre de permis de bâtir octroyés pour des logements résidentiels (+16% en Wallonie) expliquerait un soutien prononcé des investissements des ménages à la croissance de la demande intérieure wallonne. En revanche, la progression du PIB wallon a été ralentie par un déstockage pesant dans la branche des biens intermédiaires, contractant pour quelque -0,5 point de pourcentage la croissance économique annuelle en 2006.

Pour 2007, les projections de l'IWEPS font état d'un léger tassement de la croissance économique en Wallonie et en Belgique. Ces projections de juin 2007 tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB wallon en volume de 2,6% en 2007. Comme en 2006, la consommation privée des ménages wallons évoluera à un rythme plus limité qu'en Belgique en raison d'une amélioration plus hésitante sur le marché du travail wallon. Ainsi, l'IWEPS projette que la croissance de la consommation des ménages devrait atteindre +2,1% en 2007 en Wallonie et 2,3% en Belgique. Les perspectives resteront bien orientées pour l'investissement des entreprises, bien que leur rythme de progression soit plus modéré qu'en 2006 au vu de la décélération anticipée de la demande, tant intérieure qu'extérieure en 2007. De plus, l'IWEPS anticipe que le resserrement des conditions de financement devrait également avoir un impact à la baisse sur la dynamique des investissements des entreprises en 2007. Dans ce contexte, les investissements des entreprises progressaient de +5,8% en 2007 en Wallonie.

La situation du marché du travail s'est améliorée en Wallonie en 2006. Cependant, le chômage a diminué à un rythme moins rapide que dans l'ensemble de la Belgique. La croissance dynamique du nombre d'heures prestées par les travailleurs intérimaires, l'optimisme des entreprises quant aux prévisions d'emploi et le renforcement du recul du chômage laissent anticiper une amélioration supplémentaire des performances du marché du travail en Wallonie en 2007.

En 2006, en Lorraine l'emploi salarié s'est stabilisé, après cinq années consécutives de baisse. Cependant, cette stabilité cache des évolutions sectorielles très inégales. La progression de l'emploi a été particulièrement prononcée dans le secteur de la construction pour la deuxième année de suite en 2006 (+3,4%, quelque 1 600 personnes) en raison du dynamisme du marché du logement. Les effectifs salariés augmentent de 2% dans les services, soit plus de 2 600 emplois supplémentaires créés en 2006. Quatre cents nouveaux emplois (+12,7% par rapport à 2005) ont été dénombrés dans les activités immobilières, en reflet au dynamisme prononcé de la construction. Dans les entreprises lorraines de services aux particuliers, on enregistre plus d'un millier de nouveaux postes, les deux tiers dans l'hôtellerie-restauration. Les services aux entreprises contribuent également à la hausse, en particulier dans les activités de nettoyage et de gardiennage. Dans le domaine du conseil et de l'assistance, les effectifs salariés augmentent de 1,4%, soit quelque 300 emplois. Par contre, l'industrie lorraine a perdu plus de 4 000 emplois 2006 (-2,8%). Tous les secteurs industriels ont été touchés par le recul de l'emploi. Fin 2006, le nombre de chômeurs en Lorraine est passé en dessous de la barre des 80 000. En un an, le nombre de chômeurs lorrains a diminué d'environ 10%. Le taux de chômage a de même été orienté à la baisse en 2006, passant de 9,8% fin 2005 à 8,8% fin 2006, puis 8,6% au premier trimestre 2007.

Contrastant avec sa performance médiocre en termes d'emploi, l'industrie lorraine a enregistré des hausses de la production et des exportations. La production sidérurgique a augmenté de 4,3%. Les exportations de produits industriels progressent de 6,4%. Le chiffre d'affaires des secteurs des biens d'équipement et des biens intermédiaires a été en progression. En revanche, l'industrie automobile et celle des biens de consommation ont eu plus de difficultés.

En ce qui concerne la construction, le nombre de logements mis en chantier en Lorraine en 2006 ont progressé encore de 12% en termes annuels, après les augmentations de 17% en 2004 et 10% en 2005. Comme les années précédentes, cette croissance a résulté surtout de la croissance du nombre de logements collectifs (15% par rapport à 2005), alors que celle de l'individuel a plus faiblement augmenté (4%). En ce qui concerne les locaux non résidentiels, on a enregistré une croissance annuelle de 7,4% de la construction de surfaces nouvelles.

Selon les enquêtes de conjoncture de l'INSEE sur les services marchands en Lorraine, les chefs d'entreprises de ce secteur ont jugé favorablement leur activité tout au long de l'année 2006, en particulier en raison du dynamisme de la demande. Les enquêtes de la Banque de France confirment ces évolutions. Elles indiquent une progression de 1,5% du chiffre d'affaires et de 5,6% des investissements en 2006. Le prix élevé des carburants a toujours pesé sur la rentabilité des entreprises des transports. Pour les autres services marchands, les évolutions sont plus contrastées. Le dynamisme de l'ingénierie informatique (+7,9% du chiffre d'affaires) contraste avec les moins bonnes performances de l'ingénierie technique (-0,9%) et des entreprises de nettoyage (+0,6%). Cependant, les chiffres relatifs au premier trimestre 2007 indiquent un net ralentissement puisque les mises en chantier de logements en Lorraine ont reculé de 18% par rapport au 1er trimestre 2006, de même les autorisations baissent de 17%. Cette évolution est liée à la décélération du logement collectif (-39% de janvier à mars 2007 par rapport à la même période de 2006).

Après une année 2005 en diminution, les échanges extérieurs de la Lorraine ont rebondi fortement en 2006. Ainsi, la progression des exportations lorraines (hors électricité) a dépassé 7%. Les importations lorraines affichent une très forte progression (+11,5%) en raison du soutien apporté par le dynamisme de la demande intérieure. La région lorraine a enregistré un solde commercial excédentaire vis-à-vis de l'étranger.

En 2006, la progression du PIB en volume est ressortie à 2,7% en Rhénanie-Palatinat, soit le taux le plus élevé enregistré depuis 2000. L'industrie, qui représente plus d'un quart du PIB, apporte une contribution particulièrement importante à la croissance avec quelque 1,1 point de pourcentage. La valeur ajoutée brute (VAB) dans l'industrie (hors construction) a augmenté de 4,2% en volume. La construction a renversé la tendance à la baisse observée au cours des dernières années, comme le montre une progression en volume de 7,6% de la VAB. Les services, qui constituent deux tiers du PIB, ont également contribué à la croissance de l'économie en Rhénanie-Palatinat. La VAB des services a augmenté de 1,8% en rythme annuel. La performance du secteur «Commerce, hôtellerie et transports» a été particulièrement favorable (+3,2% de la VAB).

En 2005, l'emploi total a augmenté de 1% en Rhénanie-Palatinat. Par conséquent, la croissance annuelle de la productivité du travail (+1,7%), est restée inférieure à celle du PIB. La progression de l'emploi total masque des évolutions divergentes entre les secteurs. Ainsi, l'emploi a augmenté dans les services (+1,5% par rapport à 2005) et la construction (+1,2%), tandis qu'il a chuté dans l'industrie (-1,0%). Par conséquent, le taux de chômage a fléchi de 0,8 point de pourcentage en 2006, pour s'établir à 8,0% en moyenne annuelle. S'agissant de l'évolution des prix en Rhénanie-Palatinat, l'inflation annuelle mesurée par l'indice des prix à la consommation s'est établie à 1,7% en 2006, contre 2,1% l'année précédente. Comme en 2005, l'inflation a principalement été tirée par la flambée des prix de l'énergie et du tabac.

En 2006, la conjoncture sarroise a décéléré après avoir affiché un dynamisme particulièrement prononcé en 2004 et 2005, quand la Sarre a affiché les taux de croissance les plus importants de tous les «Länder». Ainsi, la croissance en volume du PIB de la Sarre s'est établie à 1,6%, après 2,8% en 2005 et 3,2% en 2004. La croissance économique a toujours été portée par les grands piliers de l'industrie sarroise qui sont l'automobile, la métallurgie ainsi que la mécanique. Ces branches représentent deux tiers de l'emploi et trois quarts des chiffres d'affaires dans l'industrie. L'industrie représente quelque 28,7% de la VAB de la Sarre, qui a affiché une progression de 2,7% en volume en 2006. Les services ont été peu dynamiques. La productivité du travail a augmenté de 1,3%. Concernant l'évolution des prix en Sarre, le rythme annuel moyen a reculé à quelque 1,9% en 2006, après 2,1% en 2005.

1.3.1 L'évolution des prix et des coûts

1.3.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

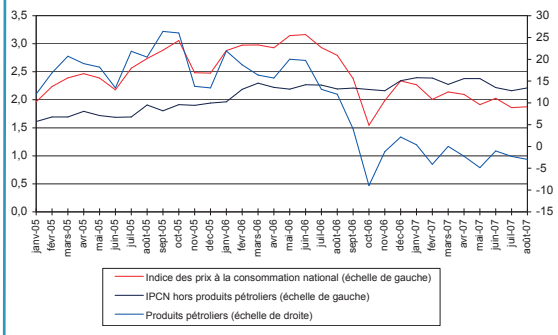
La progression annuelle de l'Indice des prix à la consommation national (IPCN) s'est inscrite sur une tendance baissière au cours des huit premiers mois de 2007, revenant à 1,9% en juillet et août après 2,3% en janvier.

Ce recul du taux annuel est principalement imputable aux effets de base favorables liés au renchérissement des produits pétroliers au cours du premier semestre 2006. En effet, les taux annuels des prix des produits pétroliers ont été contenus au cours de la période janvier à août 2007, variant dans une fourchette comprise entre -4,9% et +0,4%. Bien que le taux de variation annuel des prix de des produits pétroliers soit resté relativement faible dernièrement, on a constaté cinq hausses mensuelles des prix de cette composante depuis le début de l'année. Ainsi, le niveau de ces prix a augmenté de quelque 7,5% entre décembre 2006 et août 2007. Les effets de base liés à l'évolution des cours du pétrole en 2006 s'estomperont dans les tout prochains mois.

Le taux de croissance annuel de l'IPCN hors produits pétroliers est revenu à 2,2% en juin, juillet et août après 2,4% en avril et mai, interrompant temporairement la tendance haussière observée depuis fin 2004.

Graphique 14

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



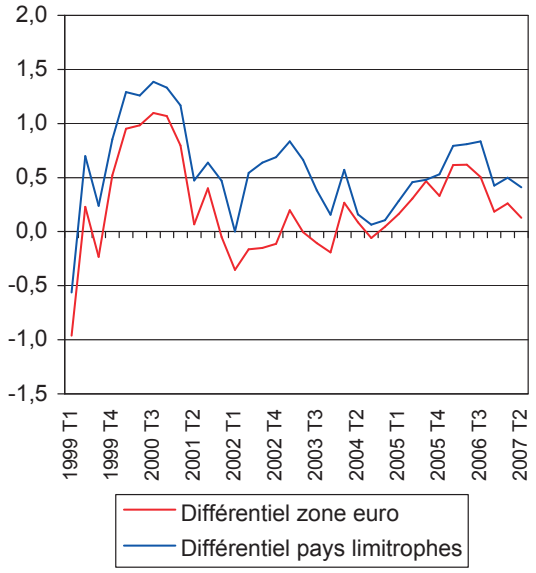
Source: STATEC

Comme le montre le graphique suivant, les différentiels d'inflation[7] du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes, bien qu'en retrait au cours des derniers trimestres, sont restés défavorables au Luxembourg. En fait, les écarts d'inflation par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes ont atteint respectivement quelque 0,1 et 0,4 point de pourcentage au deuxième trimestre 2007. Sur la période décembre 1998-juin 2006, la hausse de l'IPCN du Luxembourg a été de 22,6% (contre 27,4% pour l'IPCH), tandis que les IPCH de la zone euro et des pays limitrophes ont progressé respectivement de 20,0% et de 16,7%.

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

Graphique 15

Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)



Sources: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Hypothèses

Mi-août, l'euro cotait aux environs de 1,37 USD/EUR, soit pratiquement au même niveau que lors des projections datant de juin 2007[8]. Le prix du brent s'est quant à lui établi au même moment autour de 72$/bl et les marchés à terme anticipent une stabilisation du prix à ce niveau jusqu'en juin 2008. En somme, la stabilisation de l'euro par rapport à la devise américaine depuis les projections de juin 2007 est insuffisante pour compenser la hausse du prix du pétrole exprimé en dollar et les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont à nouveau été revues à la hausse, en moyenne de 3,6%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3 ***Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation***

	2006	*2007*	*07-T1*	*07-T2*	*07-T3*	*07-T4*	*08-T1*	*08-T2*
Prix du pétrole (brent) en $	65,4	68,1	58,1	68,4	73,3	72,5	72,4	72,0
Taux de change $/€	1,26	1,35	1,31	1,35	1,37	1,37	1,37	1,37
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	18,6	-3,3	-14,0	-8,8	-2,8	14,3	19,3	3,5

Source: BCL

En ce qui concerne les mesures fiscales du gouvernement, celles-ci demeurent inchangées par rapport à l'exercice précédent. Nos projections tiennent compte du relèvement du niveau des accises sur l'essence et le diesel de respectivement 20€/1 000l et 12,5€/1 000l à partir du 1er janvier 2007. Selon nos estimations, l'impact de cette mesure sur l'indice national des prix à la consommation serait de l'ordre de 0,07 pp. L'impact sur l'IPCH serait plus élevé, de l'ordre de 0,2 pp.

L'inflation à l'exclusion de l'énergie a récemment connu une évolution plus favorable sous l'effet d'une hausse du prix du tabac qui s'est avérée plus faible qu'anticipée. L'inflation des services a également connu une courte période de modération. Ainsi, l'IPCN à l'exclusion de l'énergie a baissé à 2,1% en juin et l'IPCH à l'exclusion de l'énergie s'est maintenu à 2,5%, les deux taux correspondant à leurs niveaux respectifs les plus bas de l'année.

En ce qui concerne le futur proche, plusieurs facteurs sont susceptibles d'affecter l'inflation à l'exclusion de l'énergie. A court terme, suite à la forte hausse des prix des matières premières agricoles tel que le blé et le lait,

8 *Voir BCL, Rapport annuel 2006, pp.25-27.*

la progression des prix industriels de biens alimentaires s'est déjà fortement accélérée. Les producteurs étrangers et nationaux de produits laitiers ont aussi annoncé ou procédé à des hausses de prix qui ne tarderont pas à se transmettre aux prix à la consommation. Il s'agit en effet de biens dont la demande est vraisemblablement peu sensible à une variation de prix et dont une hausse des coûts ne sera guère absorbée dans une compression de la marge de profit des commerçants.

Au-delà des facteurs liés aux biens alimentaires, la diffusion du renchérissement des matières premières non agricoles aux produits industriels d'une part et des produits industriels aux prix à la consommation d'autre part pourrait gagner en vigueur. Ceci est d'autant plus vrai que le climat conjoncturel au Luxembourg et dans la zone euro demeure robuste et pourrait permettre aux entreprises situées en aval de la chaîne de production de rétablir, voire d'améliorer leurs marges de profit. Certes, la croissance du PIB réel dans la zone euro a légèrement ralenti au deuxième trimestre 2007 après plusieurs trimestres de croissance supérieure à la moyenne historique; mais, à l'heure actuelle, les indicateurs des enquêtes de conjoncture demeurent en général à un niveau élevé et ceci en dépit des perturbations sur les marchés financiers liées à la crise des «subprime» aux Etats-Unis. L'accroissement de la volatilité semble en effet être davantage le résultat de conditions de crédit revenant à un niveau plus normal, ce qui ne devrait guère avoir d'impact direct et persistant sur la croissance de la zone euro et du Luxembourg. Pour ce qui concerne la zone euro, l'écart entre la production effective et son niveau potentiel s'est graduellement amenuisé au cours des derniers trimestres et risque désormais de renforcer les tensions inflationnistes sur le marché des produits. Ce risque est d'autant plus élevé que l'amélioration conjoncturelle demeure associée à une franche embellie sur le marché du travail. La progression de l'emploi et la baisse du taux de chômage pourraient aggraver les risques inflationnistes d'origine salariale. Au Luxembourg, en début d'année, une forte progression des salaires réels, essentiellement imputable au secteur privé, a été relevée. Cette croissance des salaires pourrait aussi s'amplifier sous l'effet de la hausse des salaires dans la fonction publique prévue pour la fin d'année et qui intervient en dépit du gel des salaires réels tel que retenu par le Comité tripartite en mai 2006 (voir sous 1.3.6.3). En ce qui concerne l'inflation des biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de s'accélérer en 2007. Selon les projections de la Banque centrale européenne, l'inflation dans la zone euro devrait s'établir entre 1,9% et 2,1% en 2007 et entre 1,5% et 2,5% en 2008 contre 2,2% en 2006.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'accalmie de l'inflation des produits énergétiques observée depuis le quatrième trimestre 2006 toucherait à sa fin et l'inflation devrait s'accélérer brusquement en octobre 2007. Cette évolution tiendrait à la dissipation des effets de base favorables dans le contexte de la montée quasiment ininterrompue du prix du pétrole depuis la fin 2006. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale serait positive à la fin de l'année 2007 et au début de l'année prochaine (voir graphique). Etant donné que les hypothèses relatives au prix du pétrole ont été révisées à la hausse, les projections relatives à l'inflation de l'IPCH énergie l'ont été également, en moyenne de 2,1pp sur l'horizon de projection.

Les projections de l'inflation à l'exclusion de l'énergie se présentent de manière légèrement plus favorable à court terme, en raison de l'évolution relativement clémente observée vers la mi-2007. En revanche, pour le début de l'année 2008, la situation s'est nettement détériorée et les projections pour l'IPCN excluant l'énergie et l'IPCH excluant l'énergie ont été revues à la hausse de respectivement 0,3pp et de 0,1pp. Ces ajustements impliquent également que, contrairement à l'exercice précédent, l'inflation devrait s'accélérer davantage. Le changement de cap se base entre autres sur l'hypothèse que la forte hausse des prix des matières premières agricoles devrait se diffuser aux prix des biens tels que les produits laitiers, le pain et les céréales. En termes de sous-indices IPCH, cet impact se concrétiserait à travers une inflation relativement élevée des biens alimentaires transformés à l'exclusion du tabac. Au début de l'année 2008, la contribution des biens alimentaires transformés à l'inflation globale pourrait ainsi doubler par rapport à la moyenne des années 1996-2006 (voir graphique) pour passer de 0,3pp en début d'année 2007 à 0,6pp au 1er trimestre 2008. Etant donné que des facteurs structurels semblent à la base du renchérissement du prix des matières premières agricoles, cet impact à la hausse des prix risque aussi de persister tout au long de l'année 2008.

Après un taux de 1,9% en juillet, l'inflation mesurée par l'IPCN global devrait se stabiliser au mois d'août avant de s'accélérer nettement au quatrième trimestre 2007, sous l'effet d'une contribution positive des prix de l'énergie, pour baisser graduellement vers la suite (voir graphique). La réalisation d'une tendance plus favorable au début de l'année 2008 est conditionnelle à une stabilisation du prix du pétrole en dollar ainsi

qu'à une baisse de l'impact des mesures exogènes provenant du secteur public.

L'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait s'accélérer en 2007 par rapport à 2006. Alors que l'IPCN progresserait en moyenne de 2,2%, cette hausse serait attribuable à raison de 0,8pp aux mesures des administrations publiques, ce qui correspondrait à l'impact le plus élevé observé au cours de la dernière décennie. Les calculs de cet impact tiennent compte des mesures fiscales annoncées, des projections pour les hausses du prix du tabac et, surtout, de la hausse importante des prix administrés recensée en début d'année. Par contre, au début de l'année 2008, et dans le contexte de l'amélioration des finances publiques, la situation devrait revenir à un niveau plus en phase avec la moyenne historique. Ainsi, sur base des mesures déjà annoncées, l'ajustement de la taxation indirecte sur les produits pétroliers serait plus faible et l'inflation des prix administrés pourrait également ralentir.

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

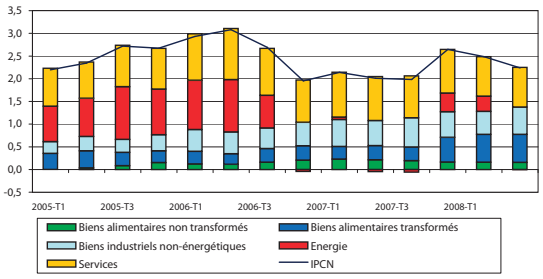
	2006	*2007*	*2007-1er sem*	*2007-2e sem*	*2008-1er sem*
IPCN	2,7	2,2 (0,1)	2,1	2,3 (0,2)	2,3 (+0,3)
IPCN hors énergie	2,1	2,3 (-0,1)	2,3 (-0,1)	2,3 (-0,1)	2,4 (+0,3)
IPCH	3,0	2,5 (0,1)	2,2	2,7 (0,2)	2,8 (+0,3)
IPCH énergie	7,9	1,4 (1,7)	-0,3 (0,2)	3,0 (3,2)	2,3 (+1,0)
IPCH hors énergie	2,3	2,6 (-0,1)	2,6 (-0,1)	2,7 (-0,2)	2,8 (+0,1)
Impact des mesures gouvernementales[9] sur l'IPCN, en pp	0,6	0,8 (-)			0,4
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,9	1,2 (-0,1)			0,9

Source: BCL

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, il n'y aurait pas de paiement de tranche indiciaire en 2007. Sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévue pour la fin de l'année 2007. 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 1er mars 2008, conformément à ces mêmes dispositions.

Graphique 16

Contributions à la croissance de l'IPCN[10]



Sources: STATEC, projections BCL

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

10 *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'IPCN.*

1.3.1.2 Les prix à la production industrielle

La progression des prix à la production industrielle s'est accélérée au début de l'année 2007. Ainsi, au cours des cinq premiers mois de l'année, les prix ont augmenté en moyenne de presque 12% par rapport à la même période de l'année précédente, contre une hausse de 7,7% en 2006. A l'instar de l'année précédente, cette évolution des prix est essentiellement imputable aux prix des biens intermédiaires, qui affichent un renchérissement de plus de 15% grâce, notamment, à l'impulsion des prix de produits sidérurgiques. Mais les prix des biens d'équipement ont également affiché une tendance à l'accélération. Le taux de variation annuel moyen de 4,7% au début de l'année contraste nettement avec la quasi-stagnation des prix observée lors des deux années précédentes. Il se pourrait dès lors que les entreprises tirent finalement avantage de la conjoncture favorable dans la zone euro, plus particulièrement de la reprise de l'investissement non-résidentiel, afin de répercuter la hausse des coûts de l'énergie des années antérieures dans leurs prix de vente, voire même d'augmenter leurs marges de profit.

En ce qui concerne les prix des biens de consommation, la tendance demeure pratiquement inchangée par rapport aux années antérieures et les prix ne s'affichent donc que marginalement en hausse en 2007. Ceci témoignerait d'une transmission relativement lente et atténuée de la hausse des coûts de l'énergie et des biens intermédiaires aux prix des biens qui se situent en aval de la chaîne de production. En revanche, parmi ces biens de consommation, les prix des biens alimentaires ont considérablement augmenté au mois de mai. Cette tendance pourrait aussi se poursuivre au deuxième semestre 2007 avec le renchérissement des prix des matières premières agricoles comme le blé et le lait tel que observé sur les marchés internationaux. Ceci est d'autant plus vraisemblable que les produits requièrent relativement peu de travaux de transformation. En effet, plus la part du coût des matières premières dans le prix final est élevée, plus il sera difficile de compenser une éventuelle hausse des coûts des matières premières par une baisse de la marge de profit ou une augmentation de la productivité. Finalement, la répercussion de la hausse de ces prix dans les prix de détail ne devrait aussi guère tarder, à moins que la hausse des prix industriels ne soit absorbée dans une baisse de la marge de profit des commerçants de détail.

D'autres facteurs ont probablement aussi influé sur la politique des entreprises en matière de prix de vente. Le prix du pétrole a graduellement monté au cours de l'année 2007, passant de 54$/bl en janvier à 75$/bl en juillet. En dépit de cette hausse du prix du pétrole et du ralentissement conjoncturel aux Etats-Unis, la croissance de l'économie mondiale est restée robuste au début de l'année 2007, notamment grâce au dynamisme de la demande émanant des pays du Sud-est Asiatique. La croissance dans ces pays demeure un soutien pour la forte demande de biens intermédiaires, qui s'est par conséquent répercutée en une tendance haussière dans les prix de ces biens. Finalement, le taux de change de l'euro s'est globalement apprécié au cours du premier semestre 2007 (voir point 1.1.4).

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

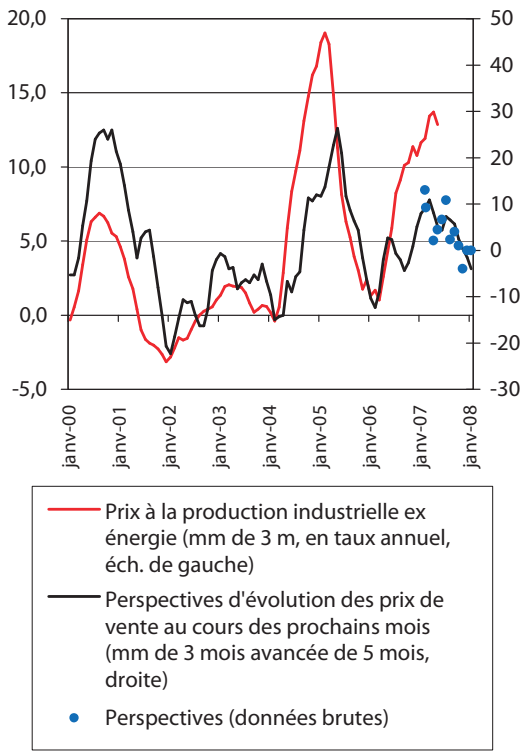
	2005	*2006*	*2007-5mois*	*2006-T3*	*2006-T4*	*2007-T1*
Ensemble des produits industriels	8,1	7,7	11,8	3,8	2,1	2,5
Biens intermédiaires	10,4	8,8	16,6	4,8	3,0	3,8
Biens d'équipement	0,1	0,9	4,7	0,9	1,5	1,4
Biens de consommation	0,9	1,2	0,6	0,4	0,4	-0,7
Biens énergétiques	11,2	19,9	8,7	2,2	2,1	2,1

Source: STATEC

Compte tenu de la progression récente des prix, le profil des taux de variation annuels a été orienté à la hausse; cette évolution est nettement plus favorable que ne le laissait augurer l'indicateur des prix des enquêtes de conjoncture harmonisées relatif aux perspectives d'évolution (voir graphique). Cependant, selon ces mêmes enquêtes, il est vraisemblable que cette tendance s'aplatira au cours des prochains mois et sera suivie d'une éventuelle inflexion à la baisse au cours des prochains mois.

Graphique 17

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée[11]



Sources: Eurostat, calculs BCL

1.3.2 L'industrie

Au début de l'année 2007, les indicateurs conjoncturels ont présenté un bilan légèrement moins favorable que lors de l'année passée. Ainsi, lors des mois de janvier à mai, les progressions du chiffre d'affaires et de la valeur de la production sont inférieures à celles observées en moyenne en 2006. De plus, les hausses reposent largement sur l'évolution favorable des prix, la croissance de la production par jour ouvrable ayant notamment baissé de 2,3% en 2006 à 0,8% au début de l'année 2007, ce qui l'amène en-dessous de la croissance du secteur manufacturier dans la zone euro.

La ventilation sectorielle de la production par jour ouvrable indique des évolutions très hétérogènes dans les différentes branches. D'une part, grâce à la forte demande mondiale et notamment la reprise de l'investissement des entreprises, les productions de biens intermédiaires et de biens d'équipement affichent des tendances très positives avec des hausses de presque 7% au cours des cinq premiers mois de l'année. D'autre part, les secteurs de l'énergie et des biens de consommation connaissent des baisses de leur volume d'activité de respectivement 15% et 5%.

Tableau 6 ***Indicateurs d'activité dans l'industrie (en taux de variation annuel)***

	2005	*2006*	*2007-5mois*	*2006-T3*	*2006-T4*	*2007-T1*
Chiffre d'affaires	2,2	14,7	8,3	12,8	14,4	8,3
Valeur de la production	4,7	9,7	7,8	6,7	9,5	9,3
Production du mois	0,6	2,1	1,1	-1,1	1,4	1,8
Production par jour ouvrable	0,6	2,3	0,8	-0,7	2,3	1,3
Biens intermédiaires (ppjo)	0,0	6,2	6,7	4,3	6,4	8,2
Biens d'équipement (ppjo)	11,9	1,2	7,0	-7,9	8,9	12,5
Biens de consommation (ppjo)	2,4	-4,6	-5,1	-6,5	-5,6	-5,7
Energie (ppjo)	-0,9	-1,4	-15,8	-5,6	-7,9	-15,9

Source: STATEC

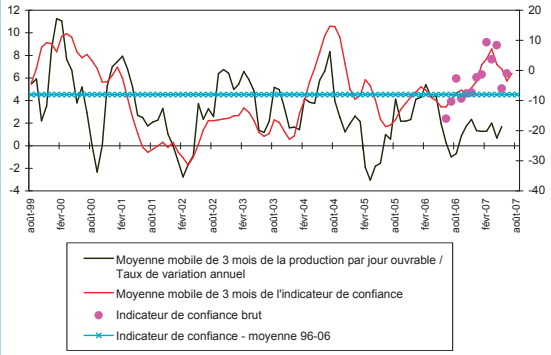
11 *L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).*

Dans son ensemble et ceci depuis la mi-2006, l'évolution de l'activité économique dans l'industrie s'est avérée inférieure à ce qu'avaient laissé préfigurer les enquêtes de conjoncture (voir graphique). En effet, en 2007 l'indicateur de confiance, calculé sur base des enquêtes de conjoncture mensuelles, s'était envolé vers des niveaux proches des sommets historiques. Cette évolution divergente pourrait s'expliquer par le traitement asymétrique de la branche de l'énergie dans les deux enquêtes, cette branche n'étant pas reprise dans les enquêtes de conjoncture.

Au cours des derniers mois, les chefs d'entreprises ont légèrement tempéré leur optimisme. Par contre, l'indicateur de confiance demeure à un niveau supérieur à sa moyenne historique, ce qui est également de bon augure pour l'évolution de l'activité économique au deuxième semestre 2007.

Graphique 18

Indicateur de confiance et production industrielle[12]



Sources: STATEC, calculs BCL

1.3.3 La construction

A l'opposé du secteur de l'industrie, la construction a connu une accélération du rythme de croissance. Le chiffre d'affaires et la production par jour ouvrable ont progressé de respectivement 15,1% et de 6,0% au cours des cinq premiers mois de l'année contre des variations de respectivement 5,4% et de 2,2% en 2006. De plus, la base de cette croissance est plus large dans la construction que dans l'industrie. L'accélération est en effet recensée à la fois dans le génie civil et dans le bâtiment.

L'ampleur du dynamisme dans le génie civil, avec une progression de presque 18% de la production par jour ouvrable, est exceptionnelle. Mais elle est sans doute davantage imputable à des conditions climatiques clémentes au début de l'année, ce dont témoigne la croissance de 28,4% au premier trimestre, qu'à des facteurs structurels qui exerceraient une influence favorable tout au long de l'année.

En ce qui concerne la branche du bâtiment, la situation ne diffère guère de celle observée lors des années précédentes. Le secteur a profité d'un environnement porteur et l'accélération des activités repose vraisemblablement sur la forte hausse des permis de bâtir accordés en 2005. Certes les autorisations de bâtir accordées au premier trimestre 2007 s'affichent légèrement en baisse par rapport à la même période de l'année précédente. Il semble aussi que le durcissement des conditions de crédit commence graduellement à exercer un impact. Ainsi, le taux de variation annuel des crédits au logement accordés par les banques s'affiche légèrement en baisse au début de l'année. Même si le niveau des taux hypothécaires reste largement inférieur à la moyenne de long terme, il n'en demeure pas moins que la hausse des taux aura à terme un impact dissuasif sur l'achat et la construction de logements par certains ménages à travers la hausse des charges mensuelles sur prêts à taux variables. De plus, cet impact ne pourra guère être compensé par un assouplissement des conditions d'attribution de crédits par les banques commerciales, puisque celles-ci ont déjà agi en ce sens dans le cadre de la forte hausse des prix immobiliers au cours des années récentes. La tendance favorable dans le bâtiment devrait dès lors se prolonger au deuxième semestre 2007 et vraisemblablement au-delà à l'aune de la forte demande pour les logements.

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

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

	2005	*2006*	*2007-5mois*	*T4-06*	*T1-07*	*T2-07*
Chiffre d'affaires – Total	3,1	5,4	15,1	7,5	23,7	–
Production par jour ouvrable – Total	-0,5	2,2	6,0	3,6	11,2	–
Production par jour ouvrable – Bâtiment	1,3	2,1	3,3	2,9	7,7	–
Production par jour ouvrable – Génie civil	-7,5	2,8	17,9	7,4	28,4	–
Permis de bâtir[13]	21,3	-5,9	–	-13,5	-6,5	–
Crédits au logement [14]	16,6	11,2	–	17,1	-4,4	–
Taux hypothécaires	3,5	4,1	–	4,5	4,6	4,6

Sources: STATEC, BCL

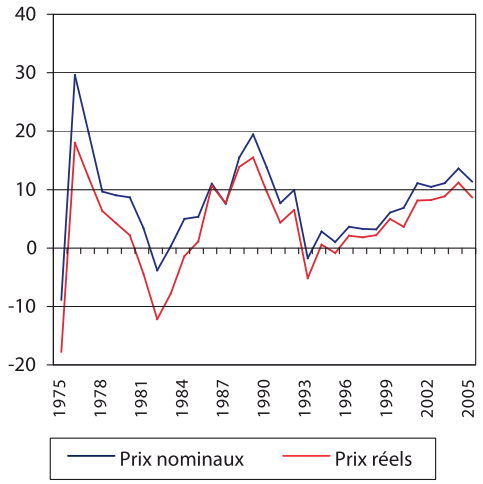
Evolution des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg

Le présent encadré constitue essentiellement une mise à jour de contributions parues antérieurement dans des publications de la BCL[15]. En particulier, les données relatives à l'année 2005, déjà présentées dans le Rapport Annuel de la BCL, ont pu être traitées plus en détail dans le présent encadré.

Le graphique ci-dessous illustre que l'inflation des prix de l'immobilier résidentiel[16] est restée élevée en 2005, bien qu'en recul par rapport à l'année précédente. En effet, le taux de progression des prix nominaux (réels[17]) de l'immobilier résidentiel a atteint 11,7% (9,0%) en 2005, contre 14,0% (11,5%) en 2004. Comme le montre le graphique ci-dessous, les taux de croissance des prix de l'immobilier résidentiel enregistrés au cours des dernières années, quoique soutenus, ne semblent pas inhabituels. En effet, le rythme de croissance des prix de l'immobilier résidentiel a été plus élevé au milieu des années soixante-dix et à la fin des années quatre-vingt. Toutefois, le rythme progression nominal (réel) ne s'est établi qu'à 8,3% (4,7%) en moyenne annuelle depuis 1975.

Graphique 1

Prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg
(variations annuelles en pourcentage)



Sources: Statec, calculs BCL

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

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

15 *Cf. par exemple l'encadré intitulé «L'immobilier résidentiel au Luxembourg» du Bulletin 2006/02 de la BCL.*

16 *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 annuelles publiées par le STATEC.*

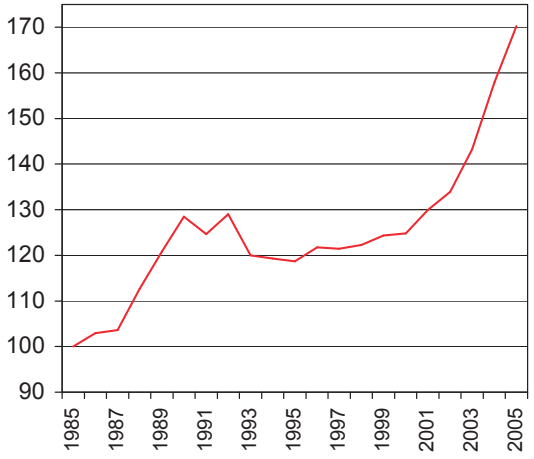
17 *L'indice des prix à la consommation national a été utilisé.*

Pour la période qui n'est pas couverte par l'indicateur de la BCL, l'indicateur calculé par l'Observatoire de l'Habitat[18] suggère que les prix (déflatés) proposés à la vente de l'immobilier résidentiel ont continué de s'inscrire sur une tendance ascendante en 2006, bien qu'à un rythme plus lent (environ 5,4% pour les maisons et 3,4% pour les appartements en moyenne annuelle). Pour le premier trimestre 2007, cet indicateur fait état d'une décélération supplémentaire du taux de progression annuel tant pour les maisons (+1,3%) que pour les appartements (2,1%). A noter cependant que l'indicateur en question recense les prix proposés à la vente et non pas les prix effectifs des transactions.

Depuis 2001, le rythme annuel de variation des prix de l'immobilier résidentiel a systématiquement été supérieur à la progression annuelle du revenu nominal disponible des ménages[19]. Ainsi, après avoir été assez stable au cours des années 1990, la mesure de la capacité d'achat des ménages, c'est-à-dire le ratio entre les prix de l'immobilier résidentiel et le revenu nominal disponible des ménages, a fortement augmenté depuis 2001, portant celui-ci à un pic historique qui dépasse largement les points hauts observés à la fin des années 1980 et au début des années 1990. Par conséquent, les variations du revenu nominal disponible des ménages pourraient n'expliquer que partiellement le récent dynamisme des prix de l'immobilier résidentiel.

Graphique 2

Ratio entre prix des logements et revenu disponible par tête (1985 = 100)



Sources: STATEC, calculs BCL

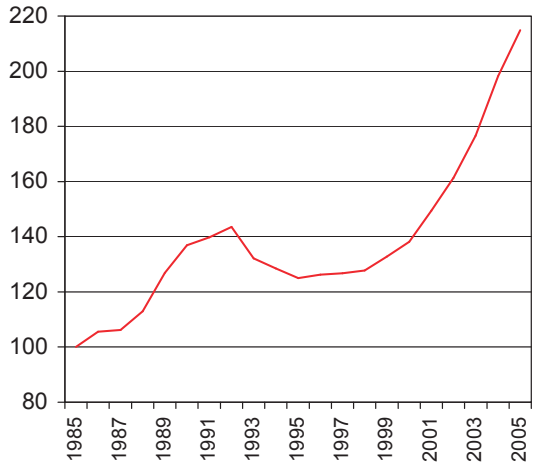
L'évolution du rapport entre les prix de l'immobilier résidentiel et les loyers permet d'évaluer l'attrait relatif du marché de la location par rapport à l'achat. Il constitue également une approximation du rendement d'un investissement immobilier. Ce ratio a fortement augmenté depuis 2000 (cf. graphique ci-dessous). Il convient de noter que la hausse du ratio prix du logement/loyer ces dernières années provient d'une forte augmentation des prix de l'immobilier, tandis que les loyers n'ont pas affiché d'accélération particulière. En effet, la croissance annuelle moyenne des loyers entre 2000 et 2005 s'est établie à environ 2,5%. Par contre, les prix nominaux de l'immobilier résidentiel ont progressé à un rythme annuel moyen de 11,1% durant cette même période. Le niveau atteint par ce ratio pourrait être considéré comme un signe d'une «surévaluation» du marché de l'immobilier résidentiel.

18 *L'indicateur trimestriel des prix proposés dans les annonces immobilières est élaboré par l'Observatoire à partir d'un relevé systématique, durant la 1re 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.*

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

Graphique 3

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



Sources: STATEC, calculs BCL

Le tableau suivant permet de comparer les taux de croissance des prix du logement dans plusieurs pays membres de l'OCDE. Les hausses des prix du logement enregistrées au Luxembourg au cours de la période 2000-2005 sont comparables à celles observées au Royaume-Uni, en Espagne, en France et en Irlande.

Tableau 1 ***Croissance moyenne des prix réels de l'immobilier résidentiel: comparaison internationale***

Pays	*1975-1980*	*1980-1985*	*1985-1990*	*1990-1995*	*1995-2000*	*2000-2005*
Etats Unis	1,4	1,2	1,1	-1,1	2,3	6,4
Japon	2,1	1,2	0,5	-2,9	-2,6	-4,6
Allemagne	0,0	-0,4	-0,7	0,8	-1,6	-2,8
Italie	6,4	6,6	7,1	-1,8	-0,9	6,6
Canada	6,8	6,8	6,9	-1,0	0,0	5,9
Danemark	4,0	3,8	3,4	1,8	6,7	5,5
Finlande	0,4	0,2	0,0	-10,2	7,8	3,8
Suède	1,7	2,0	2,5	-5,8	6,3	6,0
Suisse	0,0	-0,6	-1,3	-6,0	-2,7	1,5
Pays-Bas	3,4	4,0	4,9	4,6	10,8	2,6
France	2,2	2,7	3,2	-2,7	2,1	9,4
Espagne	2,5	2,4	2,5	-1,6	2,6	12,2
Royaume-Uni	4,4	4,0	3,7	-4,4	8,1	9,9
Irlande	1,2	1,0	0,7	1,0	17,6	7,8
Luxembourg	4,5	-3,3	10,1	2,9	2,7	8,4

Sources: OCDE, STATEC, calculs BCL

Pour conclure, les hausses des prix du logement affichées au Luxembourg lors de l'actuel boom ne semblent pas exceptionnelles au regard des évolutions passées. Toutefois, les niveaux records atteints par le ratio des prix des logements/revenu disponible par tête ainsi que par le ratio des prix des logements/loyers sont remarquables. Ces ratios montrent que l'accessibilité au logement n'a jamais été aussi difficile au Luxembourg depuis le milieu des années quatre-vingt et que le coût relatif de l'achat par rapport à la location n'a jamais été aussi élevé.

1.3.4 Le commerce et les autres secteurs

Les différentes branches du commerce ont présenté un bilan globalement positif en 2006, ce qui est sans doute la résultante de l'embellie qui caractérise l'économie luxembourgeoise. Cependant, au début de l'année 2007, la décélération des ventes dans le commerce pointe vers un retournement de tendance. Le chiffre d'affaires aurait même baissé dans l'hôtellerie et les immatriculations de voitures neuves affichent un déclin de plus de 8% au premier semestre 2007. Pourtant les fondements macroéconomiques demeurent au beau fixe, et, il ne serait pourtant pas étonnant si l'évolution du chiffre d'affaires des différentes branches était prochainement révisée à la hausse. En effet, dans le contexte d'une croissance de l'emploi qui demeure robuste, d'une dynamique des salaires qui s'affiche déjà au-delà des attentes et à laquelle s'ajoutera en fin d'année une hausse des salaires dans la fonction publique, le revenu salarial devrait s'accélérer en 2007. Le maintien de l'indicateur de confiance des consommateurs à un niveau comparativement élevé est également un signal favorable pour la consommation des ménages (voir point suivant). Finalement, l'hôtellerie et les restaurants devrait aussi bénéficier d'un nombre accru de visites de touristes attirés par les manifestations organisées dans le cadre de «Luxembourg et Grande-Région: Capitale Européenne de la culture 2007».

Tableau 8 ***Chiffre d'affaires en valeur et immatriculations de voitures (en taux de variation annuel)***

	2005	*2006*	*2006-T3*	*2006-T4*	*2007-T1*	*2007-T2*
Immatriculations de voitures	0,8	4,7	-0,8	5,9	1,4	-8,7
Commerce de gros	7,4	7,2	4,2	4,0	5,3	--
Commerce de détail	2,3	4,6	3,3	-3,3	4,3	--
Hôtels et restaurants	4,7	1,7	1,4	-7,6	-2,4	--

Source: STATEC

1.3.5 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs

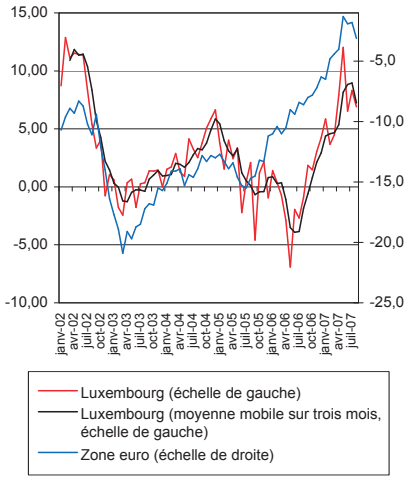
L'indicateur de confiance des consommateurs établi par la BCL[20] a fortement augmenté depuis mai 2006, pour atteindre en mai 2007 un niveau proche de son pic historique de février 2002, avant de reculer en juin pour se stabiliser ensuite en juillet et août à des valeurs toujours très supérieures à sa moyenne historique. La progression soutenue de la confiance des consommateurs observée depuis mai 2006 s'explique principalement par un net regain d'optimisme des consommateurs en ce qui concerne leurs anticipations relatives à la situation économique générale et au chômage. La contribution des deux autres composantes de l'indicateur de confiance des consommateurs a également été favorable, bien que dans une moindre mesure.

Le graphique ci-dessous montre également que la sensible hausse de l'indicateur de confiance des consommateurs, observée depuis mai 2006 au Luxembourg, a permis de reconstituer le co-mouvement entre la confiance observée au Luxembourg et celle de la zone euro. L'impact des facteurs propres au Luxembourg, comme l'incertitude liée aux discussions relatives aux réformes structurelles et aux annonces de licenciements dans plusieurs grandes entreprises luxembourgeoises, qui expliquaient les tendances divergentes enregistrées entre la mi-2005 et la mi-2006, s'est estompé.

20 *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.*

Graphique 19

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



Sources: BCL et Commission européenne

Le tableau suivant illustre l'évolution récente de l'indicateur de confiance des consommateurs et de ses composantes.

Tableau 9 ***Indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg et ses composantes (données corrigées des variations saisonnières)***

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

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.

1.3.6 Le marché du travail

1.3.6.1 L'emploi

En écho à la conjoncture toujours favorable, les dernières informations disponibles confirment la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail au Luxembourg au cours des sept premiers mois de 2007. La croissance de l'emploi a affiché un rythme de croisière de l'ordre de 4,2%, tandis que le taux de chômage désaisonnalisé s'est cristallisé autour de 4,4%.

Depuis le début de l'année 2007, la progression annuelle de l'emploi total intérieur s'est quasiment stabilisée et a atteint 4,4% en juillet (après 4,0% en juillet 2006). Avec ce rythme de croisière, l'emploi a franchi la barre des 335 000 personnes (336 315 plus précisément en juillet 2007 après 322 083 douze mois plus tôt). Ce sentier de croissance emprunté par l'emploi semble faire écho avec un retard de trois trimestres à l'évolution du PIB.

Plus en détails, cette évolution de la croissance annuelle de l'emploi a abouti à la création nette de plus de 13 000 postes au cours des premiers mois de 2007 ce qui constitue la meilleure performance enregistrée depuis 2001. Tout comme les années précédentes, les non-résidents ont occupé plus de deux emplois créés sur trois. Cette part des travailleurs frontaliers dans les créations d'emplois est restée quasi-stable depuis 2004. La part que représentent les frontaliers dans l'emploi total s'est ainsi fixée à près de 40% (39% en juillet 2007). Après s'être redressée tout au long de 2006, la progression annuelle de l'emploi frontalier s'est ancrée autour de 7,8% depuis le début de 2007. Le nombre de travailleurs frontaliers a atteint 137 317 en juillet 2007.

La contrepartie de cette évolution se retrouve en une stabilisation de la part des résidents dans les créations d'emplois durant les sept mois sous revue. Ceci a permis à l'emploi national de passer à 209 111 résidents employés en juillet 2007 (après 205 155 personnes en juillet 2006).

La croissance de l'emploi salarié en glissement annuel a été en moyenne de 4,4% au cours des premiers mois de 2007. Parallèlement, l'emploi indépendant a affiché un rythme de progression quasi-constant de l'ordre de 1,0% en moyenne ce qui a permis à cet agrégat de l'emploi de dépasser la barre des 20 000 travailleurs indépendants.

Ce dynamisme sur le front de l'emploi observé au cours des premiers mois de 2007 est tout comme l'année précédente, le fruit de quasiment l'ensemble des secteurs[21]. Soulignons que les activités financières de concert avec les services principalement fournis aux entreprises ont contribué à près de la moitié de cette progression de l'emploi salarié (1,8pp alors que la croissance a été de 4,2% au premier trimestre). Ces deux secteurs sont donc redevenus les principaux moteurs de la croissance de l'emploi comme avant le ralentissement de la conjoncture en 2001. Parallèlement, les secteurs de la construction et du commerce ont aussi significativement contribué à la croissance de l'emploi (respectivement 0,5pp et 0,6pp) alors que la croissance de l'emploi dans l'industrie a poursuivi son rétablissement entamé en 2006 (0,4pp). Par ailleurs, la part contributive de l'administration publique s'est quasiment éteinte au cours du premier trimestre 2007 (0,1pp).

21 *La décomposition sectorielle de l'emploi n'est disponible que pour le premier trimestre de 2007.*

Tableau 10 ***Croissance annuelle (en %) de l'emploi et taux de chômage (en % de la population active)***

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

Sources: ADEM, STATEC et Eurostat

1.3.6.2 Le chômage

La consolidation de la conjoncture à l'ensemble des secteurs d'activité en termes d'emplois a porté ses fruits sur le front du chômage depuis le début de 2007. De fait, la baisse notable du taux de chômage observée au cours des sept premiers mois de 2007 (de 4,9% en janvier à 4,1% en juillet) s'est accompagnée d'une stabilisation de la version désaisonnalisée de ce dernier à hauteur de 4,4%.

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

D'abord, plus de la moitié des personnes inscrites auprès de l'ADEM en juillet ne disposent que d'une formation initiale de niveau primaire ce qui constitue un obstacle lors de la recherche d'un emploi, puisque l'essentiel des postes offerts nécessitent une formation bac+. Ainsi, le secteur des activités financières et des services fournis principalement aux entreprises, qui ont été les principaux pourvoyeurs d'emplois nouveaux au cours des premiers mois de 2007, créent essentiellement des postes pour des travailleurs qualifiés, voire spécialisés dans le domaine financier. Plus encore, la hausse graduelle de la part de chômeurs peu qualifiés au sein de la population au chômage depuis l'année précédente révèle que les récentes créations d'emplois n'ont pas bénéficié à ce type de chômeurs mais plutôt à ceux qui disposent d'un niveau supérieur d'enseignement post-secondaire (la part de ces derniers dans la population au chômage ayant quant à elle baissé).

Ensuite, la hausse significative du nombre de chômeurs de longue durée au cours des sept premiers mois 2007 – qui représentent désormais près de deux chômeurs sur cinq – risque aussi de perturber cette rémission sur le front du chômage qui se dessine depuis le début de 2007. Tant la dépréciation des compétences qui est occasionnée lors d'une longue période au chômage, que la concurrence avec les personnes à la recherche d'un emploi au sein de la Grande Région constituent des facteurs susceptibles de réduire la probabilité pour ces chômeurs de retrouver un emploi en dépit de la conjoncture robuste.

Le taux de chômage au sens «large», qui englobe les chômeurs dans une mesure de mise au travail ou de formation, a lui aussi reculé tout au long des sept premiers mois de 2007 (12 601 chômeurs en juillet 2007). Cette évolution s'explique à la fois par la baisse de la composante «stricte» de ce taux de chômage ainsi que par la diminution du nombre de mesures spéciales pour l'emploi entre janvier et juillet 2007 (de 3 839 à 3 650 personnes en mesures). Plus en détail, bien que les trois mesures de réinsertion les plus efficaces à court et long terme telles que déterminées dans une récente étude[22], à savoir le stage de réinsertion, le CAT privé et les mises au travail, représentent moins d'un tiers des personnes en mesures au cours des premiers mois de 2007 (27% en moyenne), leur part dans l'ensemble des mesures a légèrement augmenté par rapport à l'année précédente à la même période.

Dans ce contexte, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) a poursuivi sa remarquable ascension depuis le début de 2007 (+64% en moyenne en glissement annuel) dans le sillage de la progression observée depuis 2004. De fait, 2 694 emplois ont été offerts en moyenne chaque mois au cours des sept premiers mois de 2007 (après 1 660 emplois offerts en moyenne chaque mois l'année précédente à la même période). Plus précisément, on observe que deux postes vacants sur cinq se situent dans le métier des «Employés de bureau» au cours de la période sous revue. Le ratio des DENS aux OENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale inoccupée et la demande de travail. Les données disponibles décrivent une nette amélioration de la situation concernant le ratio entre l'offre et la demande de travail. En moyenne, un poste est offert pour 4 candidats potentiels inscrits à l'ADEM, au cours des sept premiers mois de 2007 alors que l'année précédente à la même période un emploi avait été offert à 6 chômeurs. L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation est demeurée la plus substantielle: «Vendeurs» (13 chômeurs potentiellement intéressés par une offre d'emploi), «Autres services» (8/1) et «Artisans, ouvriers (alimentaire, chimie, production, machiniste)» (7/1). L'importante inadéquation détectée au sein de ces secteurs exigeant a priori un niveau d'études peu élevé combinée au fait que ces secteurs ont offert un nombre de postes substantiels (une OENS sur six en moyenne) étonne, car plus de la moitié des chômeurs ne disposent que d'une formation initiale de niveau primaire. Ceci conforte l'idée de l'existence d'un noyau de chômage qui n'est guère de nature conjoncturelle au Luxembourg. Au contraire, les secteurs/métiers qui présentent les meilleures performances en ce qui concerne l'adéquation de l'offre à la demande de travail au cours des sept premiers mois de 2007 sont ceux des «Employés de bureau» (1 demande d'emploi potentielle pour une proposition d'emploi), des «Professions libérales, techniciens et assimilés» (2/1) et des «Directeurs et cadres administratifs supérieurs» (2/1).

1.3.6.3 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 établie à 4,8% au premier trimestre 2007 en accélération par rapport à la même période de l'année précédente (4,0%). La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que la contribution plus substantielle des «autres composantes» (2,3pp après 1,5pp au premier trimestre 2006) est à l'origine de cette évolution, la part contributive de l'indexation automatique des salaires étant demeurée inchangée (à hauteur de 2,5pp).

Cette hausse du coût salarial est susceptible de se poursuivre en 2007 du fait, d'une part, de la robustesse de la conjoncture qui favorise le versement de primes individuelles et, d'autre part, sous l'effet du paiement en décembre 2007 de l'augmentation de salaire négociée dans le secteur public[23].

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

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

Tableau 11 ***Décomposition de la croissance du coût salarial moyen par mois et par personne dans l'optique de l'indicateur de court terme de l'IGSS***

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

Source: IGSS

1.3.7 Le secteur financier

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

Au 30 juin 2007, les banques luxembourgeoises employaient 25 419 personnes, contre 25 177 au 30 mars 2007, ce qui représente une création nette de 242 emplois sur le trimestre. Depuis le début de l'année 2007, 667 emplois ont été créés, soit une progression de l'effectif de 2,69% par rapport au 31 décembre 2006. Finalement, sur un an, c'est à dire de juin 2006 à juin 2007, les banques luxembourgeoises ont étoffé leurs effectifs de 6,0%, soit 1 449 emplois créés.

La croissance de l'emploi dans le secteur bancaire est ininterrompue depuis trois ans. En effet, depuis le début du second semestre 2004, l'effectif des banques croît à un rythme trimestriel moyen proche de 1,0%. Ce rythme a été particulièrement vigoureux au cours de l'année 2006 et jusqu'au premier trimestre 2007, avec une moyenne trimestrielle de 1,63% sur cette période.

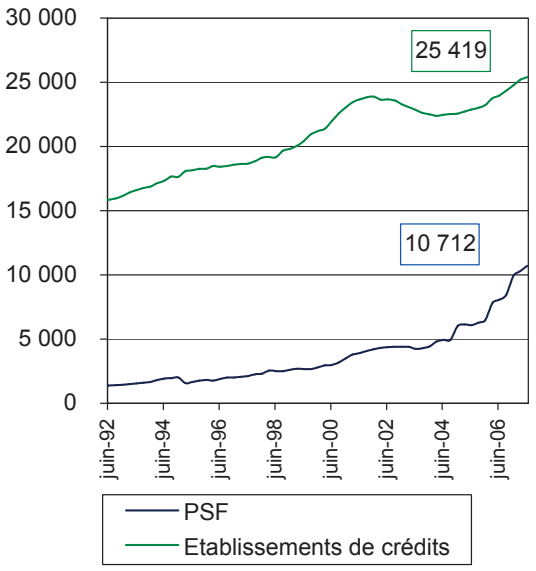
Ces bons résultats de l'emploi doivent être mis en parallèle avec la croissance générale de l'activité et des résultats; au second trimestre 2007, ces derniers étaient en hausse de plus de 13% par rapport à la même période en 2006, tandis que la somme de bilan s'adjugeait une hausse de 5,11% sur les six premiers mois de 2007.

L'effectif des professionnels du secteur financier (PSF) a progressé de 417 emplois entre le 31 mars et le 30 juin 2007, ce qui, représente une hausse de 4,1% sur le trimestre. Cette hausse porte l'effectif à 10 712 emplois au 30 juin 2007.

A l'instar du secteur des établissements de crédits, le secteur des PSF bénéficie des bonnes conditions observées sur les marchés financiers et boursiers depuis trois ans.

Graphique 20

Evolution de l'effectif des établissements de crédit et des PSF



Source: BCL

1.3.7.2 Les établissements de crédit

- L'évolution du nombre des établissements de crédit

Durant plusieurs années, entre le début 1997 et la mi-2005, l'évolution du nombre d'établissement de crédits a été orientée à la baisse. Un climat économique porteur, une législation favorable, ainsi qu'une tendance à la diversification, ont incités à l'établissement de nouvelles banques au Luxembourg ce qui ne signifie pas nécessairement la fin du processus de concentration entamé ces dernières années.

Les mois écoulés de l'année 2007 se sont caractérisés par une légère hausse d'une unité du nombre d'établissements de crédit inscrits sur la place bancaire luxembourgeoise qui s'établit donc à 157 en fin août.

Tableau 12 ***Le tableau ci-dessous fournit un aperçu détaillé des différentes opérations ayant affecté le nombre d'établissements de crédits sur la place luxembourgeoise. L'évolution du nombre des établissements de crédit au Luxembourg***

Banque	*Constitution*	*Retrait*	*Remarques*
Banca Nazionale del Lavoro International S.A.		31.03.2007	Fusion avec BNP Paribas Luxembourg
Paypal (Europe) S.à r.l. et Cie, S.C.A.	01.07.2007		
Dexia LdG Banque S.A.	03.07.2007		

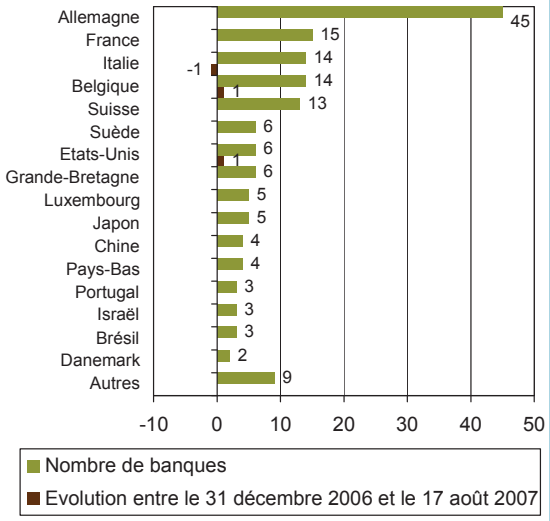
Source: BCL

Ainsi, outre la fusion entre Banca Nazionale de Lavoro International S.A. et BNP Paribas Luxembourg, notons la constitution de deux nouvelles banques. D'une part, PayPal (Europe) S.à.r.l. et Cie, S.C.A., une banque qui opère exclusivement par Internet et qui met en œuvre un système fermé, destiné à effectuer des paiements de petites tailles. D'autre part, Dexia LdG Banque S.A., une banque spécialisée notamment dans les émissions de lettres de gages, filiale à 100% de Dexia BIL.

Le graphique suivant montre la répartition des banques par origine géographique. La situation au 17 août 2007 montre que les banques allemandes dominent l'activité bancaire au Luxembourg avec 45 unités. A cette date, on dénombrait également 15 banques d'origine française, 14 d'origine italienne, 14 d'origine belge, 13 d'origine suisse et 5 banques luxembourgeoises. Ajoutés aux 45 banques allemandes, ces 6 pays représentent 67,5% du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

Graphique 21

Répartition géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



Source: BCL

- La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

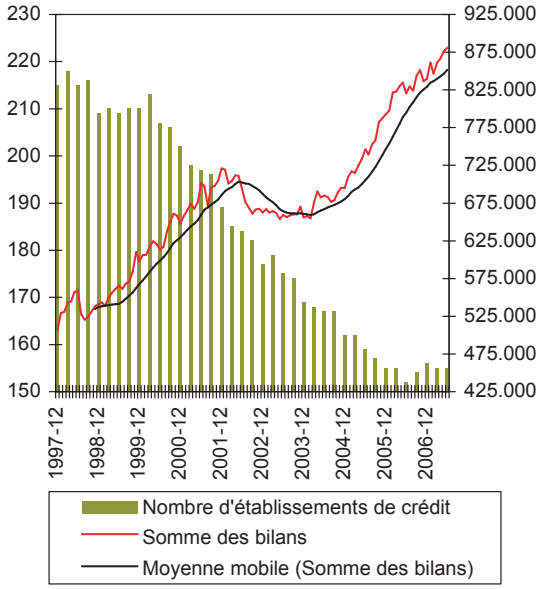
Le bon climat économique général et la bonne tenue des marchés boursiers ont généré la confiance de la part des entreprises et des investisseurs; cela a stimulé l'activité bancaire au deuxième trimestre 2007. Entre la fin du mois de mars et le 30 juin 2007, une croissance de la somme de bilan de 2,4% a pu être observée; sur base annuelle, entre la fin des premiers semestres 2006 et 2007, cette croissance a atteint 7,4%.

A l'actif du bilan, l'augmentation du volume d'activités en termes relatifs, s'est tout d'abord manifestée au niveau des créances sur la clientèle, puis, dans une moindre mesure, au niveau des créances interbancaires. Au passif du bilan, on soulignera en particulier la hausse des dettes interbancaires et des dépôts de la clientèle privée non bancaire, principaux soutient de croissance. Ces derniers représentent en poids relatif qui atteint 81,7% du total des bilans agrégés des banques.

Le graphique qui suit illustre, entre autres, le gain en termes de volume d'activité observé entre la fin du mois de juin 2006 (820 663 millions d'euros) et la fin du mois de juin 2007 (880 982 millions d'euros).

Graphique 22

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



Source: BCL

Nous pouvons souligner que la réduction nette du nombre d'établissements de crédit d'une unité au cours du premier semestre de l'année 2007, ne peut être interprétée comme une perte d'attractivité de la place financière, puisqu'elle s'est accompagnée d'une hausse du volume d'activité.

Le renforcement de l'activité, observé au cours des six premiers mois de l'année, est également confirmé par l'analyse de la somme moyenne de bilan par banque. La hausse du volume moyen d'activité par banque est passée de 5 399 millions d'euros en juin 2006 et de 5 382 millions d'euros en décembre 2006 à 5 684 millions d'euros en juin 2007, soit +5,3% sur base annuelle).

L'analyse de la structure des actifs et des passifs des banques luxembourgeoises permet de mettre en évidence la prédominance des activités interbancaires dans près de la moitié des bilans des banques luxembourgeoises. Les créances interbancaires ont affiché une croissance de 1,7% au cours du deuxième trimestre de l'année 2007. En terme nominal, c'est, avec 7 185 millions d'euros, l'augmentation la deuxième plus forte position enregistrée sur le côté actif. Le bilan agrégé des banques était en hausse de 2,4% sur la même période, et de 7,4% sur base annuelle. Toutefois, même si cette progression est élevée au regard de la moyenne annuelle observée de 2001 à 2006, qui atteignait 4,9%, elle se situe en deçà de la moyenne de 8,4% observée au cours de la période 2004 à 2006. Les dernières observations pour juillet 2007 montrent un raffermissement de la bonne évolution de la somme des bilans, qui augmente de 0,7% ou 5 831 millions d'euros entre juin et juillet 2007. En termes relatifs, ceci représente une augmentation de 6,9% sur un an.

Au final, l'encours de créances interbancaires s'élève à 440 925 millions d'euros au 30 juin 2007, ce qui représente 71,6% de l'ensemble des crédits des banques et 50,0% du total de leurs actifs.

La clientèle non bancaire continue de bénéficier de taux d'intérêt qui, bien qu'en hausse, demeurent favorables; en conséquence, celle-ci a augmenté son recours aux crédits bancaires de 4,6% sur base trimestrielle et de 12,1% sur base annuelle. Pour les établissements de crédits, cela permet de développer un poste pour lequel les marges sur intérêts sont traditionnellement plus importantes que celles offertes par le marché interbancaire. Les encours des crédits aux ménages ont fortement augmenté au cours du deuxième trimestre 2007, passant de 167 001 millions d'euros à 174 689 millions d'euros fin de juin 2007.

Ajoutons que le portefeuille titre s'est étoffé au cours du deuxième trimestre 2007 (2,2% ou 5 148 millions d'euros), passant de 233 915 millions d'euros en fin de premier trimestre 2007 à 239 063 millions d'euros au 30 juin 2007. Surtout, entre mars et juin 2007, les valeurs des actions et des participations ont bien augmenté et ceci en dépit des titres de créances qui ont baissé durant cette période en phase avec l'évolution des marchés financiers.

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 [1]
				2006/06 - 2007/06		2007/03 - 2007/06		
	2006/06	2007/03	2007/06	en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2007/06
Créances interbancaires	407 580	433 740	440 925	33 345	8,2	7 185	1,7	50,0
Créances sur la clientèle	155 900	167 001	174 689	18 789	12,1	7 688	4,6	19,8
Portefeuille titres	232 044	233 915	239 063	7 019	3,0	5 148	2,2	27,1
Autres actifs	25 140	26 085	26 306	1 166	4,6	220	0,8	3,0
Total de l'actif	820 663	860 741	880 982	60 319	7,4	20 241	2,4	100,0

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

La prédominance des opérations interbancaires, constatée à l'actif du bilan des banques, peut également être observée au passif, où elles représentent 47,8% de l'encours total et 58,5% de l'encours de dettes. Le refinancement interbancaire était en hausse de 13 839 millions d'euros, soit 3,4% entre mars et juin 2007. Sur un an, à la progression de ce poste a atteint 7,3%, soit 28 577 millions d'euros.

Les dépôts de la clientèle non bancaire s'élevaient à 299 024 millions d'euros au 30 juin 2007, soit une hausse de 1,7% (5 054 millions d'euros) par rapport à la fin du mois de mars 2007. L'essentiel du gain annuel en volume, soit 20 426 millions d'euros, était réalisé au deuxième semestre 2006, avec 18 205 millions d'euros.

De mars 2007 à juin 2007, les établissements de crédits ont accru le recours au financement par émission de titres de créance en ligne avec l'augmentation de la somme des bilans des banques luxembourgeoises. Leurs encours s'élève à 91 268 millions d'euros au 30 juin 2007, soit une augmentation relative de 1,0%. Entre juin 2006 à juin 2007, le refinancement par émission de titres s'est accru de 6.1% et représentait 10,4% de la somme des bilans à la fin du premier semestre 2007.

Tableau 14 **Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)**

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif [1]
				2006/06 - 2007/06		2007/03 - 2007/06		
	2006/06	2007/03	2007/06	en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2007/06
Dettes interbancaires	392 887	407 625	421 464	28 577	7,3	13 839	3,4	47,8
Dettes envers la clientèle	278 598	293 970	299 024	20 426	7,3	5 054	1,7	33,9
Dettes représentées par un titre	86 023	90 352	91 268	5 245	6,1	916	1,0	10,4
Autres passifs	63 154	68 794	69 225	6 071	9,6	432	0,6	7,9
Total du passif	820 663	860 741	880 982	60 319	7,4	20 241	2,4	100,0

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

Les crédits à la clientèle non-bancaire

• Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente s'élevaient à 45 746 millions d'euros au 30 juin 2007 contre 41 114 millions d'euros fin mars 2007 (+10,4%) et 39 115 millions d'euros fin juin 2006 (+17,0%). Avec un encours total de 15 616 millions d'euros à fin juin 2007, en augmentation de 2,7% par rapport à mars 2007 et 20,4% sur base annuelle, les ménages représentent 34,1% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois. Dans ce contexte, on notera que la majeure partie (83,1%) des crédits aux ménages résidents, se compose de crédits immobiliers; ces derniers ont atteint 12 976 millions d'euros au 30 juin 2007, ce qui représente une croissance de 3,1% par rapport à la position de mars 2007 et 22,0% (2 343 millions d'euros) par rapport à celle de juin 2006.

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 [1)]*
				2006/06 - 2007/06		*2007/03 - 2007/06*		
	2006/06	*2007/03*	*2007/06*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2007/06*
Administrations publiques	1 357	1 431	1 628	271	20,0	197	13,8	3,6
Autres intermédiaires financiers	17 053	14 066	17 085	32	0,2	3 019	21,5	37,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	216	201	213	-3	-1,4	12	5,8	0,5
Sociétés non financières	7 519	10 542	11 205	3 686	49,0	663	6,3	24,5
Ménages & ISBLM	12 970	15 207	15 616	2 646	20,4	409	2,7	34,1
Crédits à la consommation	1 189	1 233	1 233	44	3,7	0	0,0	7,9
Crédits immobiliers	10 632	12 591	12 976	2 343	22,0	385	3,1	83,1
Autres crédits	1 149	1 384	1 407	258	22,5	23	1,7	9,0
Total	39 115	41 447	45 746	6 632	17,0	4 299	10,4	100,0

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

Grace à une croissance de 21,5%, soit 3 019 millions d'euros, la demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers a gagné en importance entre mars 2007 et juin 2007, et représentait, à l'issue de cette période, 37,3% de l'encours de crédits au secteur non-bancaire résident. Toutefois, sur un an, la croissance de ce poste n'est que de 0,2%. Cette évolution peut être mise en parallèle avec celle des marchés boursiers dont la baisse survenue en mars 2007, a entrainé une baisse de la demande de crédits auprès des banques. La volatilité des marchés boursiers, qui a augmenté au cours du premier semestre 2007, a également entrainé une volatilité plus élevée au niveau de la demande de crédits auprès des intermédiaires financiers.

La demande élevée de crédits immobiliers de la part des ménages luxembourgeois, seconde position la plus importante du bilan, s'explique par une demande de logements, qui demeure soutenue, fait face à une offre limitée, ce qui provoque une tension sur les prix et qui oblige les ménages luxembourgeois à emprunter des montants plus importants. Dans ce contexte, il est à noter que le volume des autorisations de bâtir dans le secteur résidentiel a connu un record en 2005 avec une croissance des autorisations à bâtir de 19.7% et de -6.0% pour l'année 2006 (maisons individuelles et appartements). N'oublions pas que les autorisations à bâtir pour les maisons individuelles et les appartements se trouvent historiquement à un niveau élevé, malgré la baisse par rapport aux observations de 2005. Contrairement à la baisse des autorisations à bâtir survenue en 2006, les encours des crédits immobiliers connaissent une forte croissance, de 3,1% entre mars

et juin 2007 et de 22,0% sur base annuelle (entre juin 2006 et juin 2007). L'explication de cette hausse, peut résider dans le fait qu'il existe un délai entre la date d'obtention de l'autorisation à bâtir et la mise à disposition réelle des fonds. Ceci vaut plus particulièrement pour la construction d'appartements que pour celle de maisons individuelles, puisque le délai entre l'autorisation à bâtir et la libération des crédits accordés peut être supérieur à deux ans.

Au cours des six premiers mois de l'année 2007, le volume mensuel moyen des nouveaux crédits immobiliers accordés par les établissements de crédit luxembourgeois aux résidents de la zone euro s'est élevé à 208 millions d'euros.

Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, ont peut estimer que le montant des crédits accordés à des ménages résidents a atteint une moyenne mensuelle record d'environ 196 millions d'euros sur les six premiers mois de 2007. Au cours de l'année 2006, le volume mensuel moyen des nouveaux crédits immobiliers aux ménages luxembourgeois était de 176 millions d'euros contre 155 millions d'euros en 2005.

L'actualité des «crédits subprime» aux Etats Unis, nous conduit à rappeler que les établissements de crédit luxembourgeois ne pratiquent pas d'«equity mortgage withdrawal» ou «hypothèque rechargeable». En outre, avec 13 723 millions d'euros d'encours, les banques luxembourgeoises sont peu exposées aux risques inhérents aux crédits immobiliers; en effet, rapportée à la somme de bilan au 30 juin 2007, l'encours relatif de cette activité est d'à peine 1,6%. Ce fait ne doit cependant pas occulter la situation d'une majorité de ménages ayant opté pour des crédits à taux variables au cours des années 2003 à 2005, périodes de taux historiquement bas, et qui sont exposé depuis la fin de l'année 2005 à une hausse de leurs mensualités. Dans ce contexte et en prévention de tous risques de contrepartie, certaines banques proposent une transformation de cette dette à taux variable en une dette à taux fixe offrant une meilleure visibilité à long-terme dans la gestion des finances du ménage.

Bien qu'affichant un encours plus faible que les postes précédents du bilan, les dettes des administrations publiques connaissent avec 1 628 millions d'euros au 30 juin 2007 une croissance assez forte, qui a atteint 13,8% entre mars et juin 2007 et 20,0% sur un an.

Finalement, en dépit d'un accroissement de leurs encours (+5,8% sur le deuxième trimestre 2007) les sociétés d'assurances et fonds de pension, jouent un rôle mineur dans la demande de crédits avec un poids relatif de 0,5%. La faible demande de crédits s'explique par le fait que les sociétés d'assurances financent leurs placements en titres de créance par le biais, essentiellement, de l'encaissement de primes.

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

L'encours de crédits à la clientèle non-bancaire des autres pays de la zone euro est, avec 72 947 millions d'euros, environ 60% plus élevé que l'encours de crédits aux résidents luxembourgeois. Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro se caractérisent avant tout par l'importance des opérations réalisées avec des sociétés non financières. Celles-ci étaient en forte hausse de 6,0% sur base trimestrielle (mars à juin 2007) et 11,1% sur base annuelle (juin 2006 à juin 2007) comptant pour près de la moitié des crédits au 30 juin 2007.

Les autres intermédiaires financiers, seconde contrepartie en terme d'encours, ont réduit leur endettement de 333 millions d'euros par rapport à mars 2007, soit une contraction de 1,7%. Sur un an le constat est un peu différent puisqu'il témoigne d'une hausse de l'endettement des autres intermédiaires financiers de 4,1%, soit 751 millions d'euros. Celui-ci atteignait 19 151 millions d'euros au 30 juin 2007.

En ce qui concerne les crédits accordés aux ménages des autres pays membres de la zone euro, on constate que ces derniers ont essentiellement recours à des crédits qui ne sont destinés ni à la consommation ni à l'investissement immobilier, mais à d'autres finalités. Les crédits aux ménages sont en baisse de 3,0% entre mars 2007 et juin 2007, principalement en raison de la baisse de l'encours de la catégorie des autres crédits. L'importance de ces crédits, qui représentent 92,0% de l'encours total des crédits accordés aux ménages & ISBLM[24], s'explique par les investissements de portefeuille de ménages non-résidents ayant recours aux crédits, comptabilisés par les banques sous la rubrique des autres crédits. La hausse de la volatilité des cours boursiers pèse négativement sur la demande d'achats de titres financée par crédits. Ainsi, leurs encours ont diminué de 3,7% (412 millions d'euros) sur base trimestrielle et 5,8% (656 millions d'euros) sur base

24 *ISBLM: Institutions sans but lucratif au service des ménages.*

annuelle pour se situer à 10 617 millions d'euros à la fin du premier semestre 2007. On constate cependant que les crédits immobiliers accordés à des résidents d'autres pays membres de la zone euro progressent de 5,0% sur une base trimestrielle (mars à juin 2007), pour se situer à un encours de 750 millions d'euros en juin 2007. Ce phénomène s'explique avant tout par l'existence de prix de vente plus avantageux dans les pays frontaliers du Luxembourg incitant ainsi une série de résidents luxembourgeois à délocaliser leurs lieux de résidence et qui partant deviennent des non-résidents. Plusieurs établissements de crédits luxembourgeois exploitent cette niche et étendent leur zone d'activité vers la «grande région». Dans ce contexte, on peut noter des croissances annuelles de 7,7% en 2005 et 15,9% en 2006 pouvant être comparées à la hausse de 19,8% observée actuellement sur base annuelle (de juin 2006 à juin 2007). En termes de volume, ces crédits ne représentent que 5,8% des crédits immobiliers aux ménages résidents.

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* [1]
				2006/06 - 2007/06		*2007/03 - 2007/06*		
	2006/06	*2007/03*	*2007/06*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2007/06*
Administrations publiques	3 105	3 442	3 405	299	9,6	-38	-1,1	4,7
Autres intermédiaires financiers	18 400	19 485	19 151	751	4,1	-333	-1,7	26,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 169	1 547	1 965	796	68,1	418	27,0	2,7
Sociétés non financières	33 205	34 809	36 884	3 680	11,1	2 075	6,0	50,6
Ménages & ISBLM	12 054	11 903	11 543	-511	-4,2	-361	-3,0	15,8
Crédits à la consommation	156	160	176	21	13,4	16	10,1	1,5
Crédits immobiliers	626	714	750	124	19,8	35	5,0	6,5
Autres crédits	11 273	11 029	10 617	-656	-5,8	-412	-3,7	92,0
Total	67 932	71 187	72 947	5 015	7,4	1 760	2,5	100,0

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

• Les crédits aux résidents du reste du monde

Au 30 juin 2007, le volume des crédits aux résidents du reste du monde est en hausse de 0,6% sur base trimestrielle et affiche une croissance annuelle de 14,6% (7 143 millions d'euros), portant l'encours total de ces crédits à 55 995 millions d'euros.

Les crédits aux sociétés non financières sont en hausse de 2,8% entre mars 2007 et juin 2007 et sur un an, leur dette s'est accrue de 12,1% (2 697 millions d'euros). A la fin du premier semestre 2007, elles représentaient le poids relatif le plus important (44,7%) des crédits aux résidents du reste du monde.

Les autres intermédiaires financiers n'ont pratiquement pas augmenté leurs encours de crédits auprès des banques luxembourgeoises au cours du deuxième trimestre 2007. Néanmoins, sur un an, leurs encours de crédits ont affiché une croissance de 20,5% (3 562 millions d'euros) et ont été certainement portés par l'évolution positive des marchés boursiers entre juin 2006 et juin 2007. Cette catégorie est la deuxième en importance (20 925 millions d'euros) et pèse 37,4% du total de l'encours au 30 juin 2007.

Les administrations publiques hors zone euro ont réduit leur recours aux crédits bancaires à raison de 10,6% soit 511 millions d'euros au cours du deuxième trimestre 2007. Cette réduction de l'endettement porte l'encours à 4 290 millions d'euros. Historiquement, le besoin de crédits émanant des administrations publiques hors zone euro est assez volatil.

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 [1)]*
				2006/06 - 2007/06		*2007/03 - 2007/06*		
	2006/06	*2007/03*	*2007/06*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2007/06*
Administrations publiques	3 977	4 801	4 290	312	7,8	-511	-10,6	7,7
Autres intermédiaires financiers	17 363	20 927	20 925	3 562	20,5	-2	0,0	37,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	258	271	396	137	53,1	124	45,9	0,7
Sociétés non financières	22 329	24 344	25 026	2 697	12,1	683	2,8	44,7
Ménages & ISBLM	4 924	5 344	5 359	435	8,8	15	0,3	9,6
Total	48 853	55 687	55 995	7 143	14,6	308	0,6	100,0

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

Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 30 juin 2007, l'encours de dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 299 030 millions d'euros, soit une hausse de 5 060 millions d'euros (1,7%) par rapport au 31 mars 2007. Sur un an, c'est-à-dire entre juin 2006 et juin 2007, les dépôts de la clientèle non-bancaire étaient en hausse de 7,3% (20 432 millions d'euros).

• Les dépôts des résidents

L'encours placé auprès des banques luxembourgeoises par la clientèle domestique non-bancaire atteignait 156 995 millions d'euros au 30 juin 2007, soit 52,5% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Tableau 18 ***Dépôts de la clientèle 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 [1)]*
				2006/06 - 2007/06		*2007/03 - 2007/06*		
	2006/06	*2007/03*	*2007/06*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2007/06*
Administrations publiques	7 500	8 803	8 891	1 392	18,6	89	1,0	5,7
Secteur financier	104 730	104 301	109 839	5 110	4,9	5 538	5,3	70,0
Autres intermédiaires financiers	100 333	99 775	105 406	5 073	5,1	5 631	5,6	67,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 396	4 526	4 433	37	0,8	-93	-2,1	2,8
Secteur non financier	30 682	40 005	38 264	7 582	24,7	-1 741	-4,4	24,4
Sociétés non financières	14 617	20 865	18 636	4 018	27,5	-2 229	-10,7	11,9
Ménages & ISBLM	16 064	19 140	19 628	3 564	22,2	488	2,6	12,5
Total	142 911	153 109	156 995	14 084	9,9	3 886	2,5	100,0

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

La position principale, en termes de poids relatif (70,0%), est représentée par les dépôts des autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) dont l'encours de 109 839 millions d'euros en juin 2007 affiche un accroissement de 5 538 millions d'euros soit 5,3%. Suite à une baisse survenue en décembre 2006 la croissance annuelle (4,9%) est moins élevée que celle observée au deuxième trimestre 2007. Dans ce contexte, on note que les activités des autres intermédiaires financiers se développent très favorablement grâce à divers facteurs tels que l'accroissement de leur nombre, l'évolution positive des marchés boursiers, ainsi que le développement de la législation luxembourgeoise, qui favorise l'essor des activités de ce secteur. L'accroissement relativement fort observé au deuxième trimestre 2007 peut être mis en relation avec une baisse des marchés boursiers en mars 2007 qui a incité les autres intermédiaires financiers à investir une partie plus importante en dépôts auprès des banques luxembourgeoise (souvent des banques dépositaires des OPC). Le secteur des sociétés d'assurances et fonds de pensions joue un rôle mineur avec un poids relatif de 2,8%.

Au 30 juin 2007, les résidents luxembourgeois du secteur non-bancaire investissaient leurs dépôts, dont le volume total s'élevait à 156 995 millions d'euros, à raison de 41,7% en dépôts à vue et de 58,3% en dépôts à terme.

Les dépôts du secteur non-financier ont baissé de 4,4% (1 741 millions d'euros) entre mars et juin 2007 et affichaient un encours de 38 264 millions d'euros à la fin du premier semestre 2007. Ceci est principalement imputable aux sociétés non financières dont les dépôts étaient en replis de 10,7%. Néanmoins, l'observation annuelle de cette évolution donne une image différente puisque les dépôts apparaissent en forte hausse de 24,7% tandis que ceux des ménages ressortent en hausse de 22,2%. Ainsi nous enregistrons un sursaut de l'encours de 7 582 millions d'euros dans le secteur non financier. La forte augmentation des encours en dépôt des ménages luxembourgeois montre également que la retenue à la source sur les intérêts de 10%, introduit par l'état luxembourgeois et entrée en vigueur le 1er janvier 2006, n'a apparemment guère d'effet négatif.

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

L'encours placé auprès des banques luxembourgeoises par la clientèle des autres pays membres de la zone euro a atteint 73 084 millions d'euros au 30 juin 2007, soit 24,4% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Leurs dépôts se sont légèrement repliés de 0,7% sur base trimestrielle, entre mars et juin 2007. Sur un an les encours ont resté quasiment stable (-0,1%).

La majeure partie des dépôts du secteur non-bancaire provenant des résidents des autres pays membres de la zone euro, est issue du secteur non financier, avec un volume de 50 300 millions d'euros et un poids relatif de 68,8%. Ce poste se répartit tout d'abord en 26 043 millions d'euros pour les dépôts effectués par les sociétés non financières, qui ont réduit leurs dépôts de 8,6% (2 443 millions d'euros) au deuxième trimestre 2007 et de 7,6% sur un an; la majeure partie de ce repli s'est produit au premier semestre 2007. L'autre partie importante du secteur non financier concerne les dépôts des ménages avec en encours de 24 257 millions d'euros à la fin de juin 2007. Ils ont augmenté de 1,4% sur base trimestrielle et 3,5% sur base annuelle. Depuis l'entrée en vigueur, le 1er juillet 2005, de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne les dépôts, les investisseurs, malgré les 15% de retenue à la source, augmentent donc leurs dépôts auprès des banques luxembourgeoises. La croissance des dépôts est faible étant donné qu'il existe des alternatives telles que certains OPC, qui échappent à la directive précitée; cela se vérifie au niveau des statistiques puisque l'investissement net en capital dans les OPC luxembourgeois a fortement augmenté au cours de la même période.

Contrairement aux ménages résidents luxembourgeois, les ménages des autres pays membres de la zone euro répartissent leurs dépôts à raison de 27,8% en dépôts à vue et de 72,2% en dépôts à terme.

Les entités du secteur financier, qui regroupent 29,3% de l'encours total, ont déposé 1 282 millions d'euros de dépôts supplémentaires entre mars et juin 2007; cette hausse trimestrielle de 6,4% a permis une augmentation nette de 4,0% de l'encours de dépôts sur base annuelle, soit 821 millions nets. Parallèlement à la correction observée sur les marchés financiers au mois de mars 2007, les autres intermédiaires financiers, dont le poids relatif atteint 22,4 ont augmenté leurs encours de dépôts de 13,2% entre mars et juin 2007, à 16 370 millions d'euros en fin de période.

Tableau 19 ***Dépôts des résidents des autres pays membres de la zone euro (encours en fin de période)***

Dépôts du secteur non-bancaire	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif [1)]*
				2006/06 - 2007/06		*2007/03 - 2007/06*		
	2006/06	*2007/03*	*2007/06*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2007/06*
Administrations publiques	943	1 074	1 402	459	48,7	328	30,5	1,9
Secteur financier	20 561	20 099	21 382	821	4,0	1 282	6,4	29,3
Autres intermédiaires financiers	15 778	14 456	16 370	592	3,8	1 914	13,2	22,4
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 783	5 643	5 012	229	4,8	-631	-11,2	6,9
Secteur non financier	51 626	52 402	50 300	-1 326	-2,6	-2 102	-4,0	68,8
Sociétés non financières	28 185	28 486	26 043	-2 142	-7,6	-2 443	-8,6	35,6
Ménages & ISBLM	23 442	23 916	24 257	816	3,5	341	1,4	33,2
Total	73 130	73 576	73 084	-46	-0,1	-492	-0,7	100,0

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

• Les dépôts des résidents du reste du monde

L'encours placé auprès des banques luxembourgeoises par la clientèle du reste du monde atteigne 68 946 millions d'euros au 30 juin 2007, soit 23,1% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Les dépôts du secteur financier se composent quasi exclusivement de dépôts en provenance de la catégorie des autres intermédiaires financiers dont le poids relatif atteignait 46,9% (32 358 millions d'euros) au 30 juin 2007. A l'instar de l'observation faite pour les dépôts des résidents de la zone euro, cette hausse (7,1% au deuxième trimestre 2007) peut être mise en relation avec la correction temporaire des marchés boursiers survenue en mars 2007 qui a entraîné un sursaut de prudence des investisseurs. Néanmoins sur un an, les dépôts placés auprès des banques luxembourgeoises se sont légèrement contractés (1,5%).

En ce qui concerne les dépôts du secteur non financier, les sociétés non financières et les ménages représentent des poids relatifs comparables de respectivement 24,7% et 24,1%. La forte progression de 51,3% (5 778 millions d'euros) des dépôts des sociétés non financières entre juin 2006 et juin 2007 doit être soulignée. Les dépôts des ménages résidents du reste du monde disposaient, au 30 juin 2007, d'un encours de dépôts de 16 645 millions d'euros. On notera que les dépôts des ménages du reste du monde étaient en hausse de 4,2% au cours du deuxième trimestre de l'année en cours, soit 665 millions d'euros. Depuis juin 2006, cette hausse atteint 11,6%, soit 1 737 millions d'euros.

Tableau 20 ***Dépôts des résidents des pays du reste du monde (encours en fin de période)***

Dépôts du secteur non-bancaire	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif [1)]*
				2006/06 - 2007/06		*2007/03 - 2007/06*		
	2006/06	*2007/03*	*2007/06*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*2007/06*
Administrations publiques	2 587	2 481	1 914	-672	-26,0	-566	-22,8	2,8
Secteur financier	33 695	32 176	33 342	-352	-1,0	1 167	3,6	48,4
Autres intermédiaires financiers	32 853	30 222	32 358	-495	-1,5	2 136	7,1	46,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	841	1 954	985	143	17,0	-969	-49,6	1,4
Secteur non financier	26 175	32 629	33 689	7 514	28,7	1 060	3,2	48,9
Sociétés non financières	11 266	16 649	17 044	5 778	51,3	395	2,4	24,7
Ménages & ISBLM	14 908	15 980	16 645	1 737	11,6	665	4,2	24,1
Total	62 456	67 286	68 946	6 489	10,4	1 660	2,5	100,0

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

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

Dans un environnement économique et boursier favorable au cours du premier semestre 2007, le secteur bancaire luxembourgeois continue à afficher des performances excellentes. A la fin du second trimestre 2007, les banques luxembourgeoises ont dégagé un résultat avant provisions de 3 422 millions d'euros, ce qui constitue une hausse de 340 millions d'euros, soit 11%, par rapport au 30 juin 2006.

Une expansion économique confirmée par les projections de croissance positives dans les principaux pôles économiques en Asie, en Amérique et en Europe, ainsi que certains des principaux indices boursiers en quête de leur plus haut historique durant la période sous revue, ont généré un climat favorable aux différentes activités bancaires.

Tableau 21 ***Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois[1) 2)]***

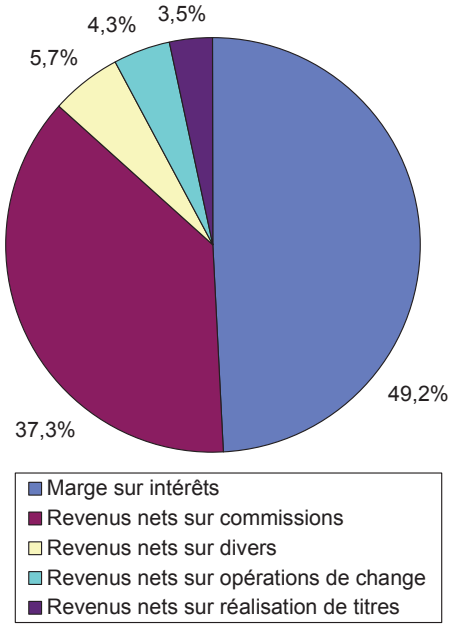
		2006 / 06	2007 / 06	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	22 565	29 008	28,6	6 443
2	Intérêts bonifiés	20 389	26 264	28,8	5 875
3	Marge sur intérêt (1-2)	2 176	2 744	26,1	568
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	189	193	2,1	4
5	sur commissions	1 884	2 081	10,5	197
6	sur opérations de change	221	237	7,2	16
7	sur divers	549	317	-42,3	-232
8	Revenus nets (4+5+6+7)	2 843	2 828	-0,5	-15
9	Résultat brut (3+8)	5 019	5 572	11,0	553
10	Frais de personnel	1 047	1 171	11,8	124
11	Frais d'exploitation	756	844	11,6	88
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 803	2 015	11,8	212
13	Impôts divers, taxes et redevances	20	18	-10,0	-2
14	Amortissements sur immobilisé non financier	114	117	2,6	3
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	3 082	3 422	11,0	340

1) Les montants sont exprimés en millions d'euros. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.
2) Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois
Source: BCL

Au 30 juin 2007, la marge sur intérêts a atteint un niveau de 2 744 millions d'euros, soit une progression de 26,1%, ou 568 millions d'euros, par rapport à la même période de l'exercice précédent. D'une part, le relèvement des taux directeurs de la BCE de 125 points de base depuis fin juin 2006 a sans doute contribué à la variation relative de plus de 28% des intérêts perçus ou bonifiés. D'autre part, la demande prononcée de nouveaux crédits, dans une conjoncture favorable aux investissements, a permis aux banques de générer des revenus d'intermédiation considérables; sans oublier les bénéfices à caractère d'intérêts sur instruments financiers qui constituent 27,5% des intérêts et dividendes perçus. Sur un an, les revenus sur valeurs mobilières à revenu variable ont progressé de 74% et représentent, avec 791 millions d'euros, une part relative de 28,8% de la marge sur intérêts, part qui n'était que de 20,9% au 30 juin 2006. Suite à l'évolution ascendante des profits dans l'économie, les paiements de dividendes, en hausse de manière générale, ainsi que les revenus de participations, ont accentué l'importance de cette sous-catégorie de revenus. Cette tendance favorable a contribué à augmenter le poids relatif de la marge sur intérêts par rapport aux autres composantes des revenus bancaires; celui-ci est passé de 43,4% fin juin 2006 à 49,2% au 30 juin 2007.

Graphique 23

Poids relatif des principales composantes des revenus bancaires au premier semestre 2007



Source: BCL

En termes absolus, les revenus nets des établissements de crédit luxembourgeois au premier semestre 2007 ont atteint 2 828 millions d'euros, soit pratiquement le niveau (-0,5%) de 2006. Cependant, l'analyse des différentes composantes de ce résultat montre qu'une baisse des revenus nets sur divers a pu être quasiment compensée par une hausse des trois autres catégories de revenus.

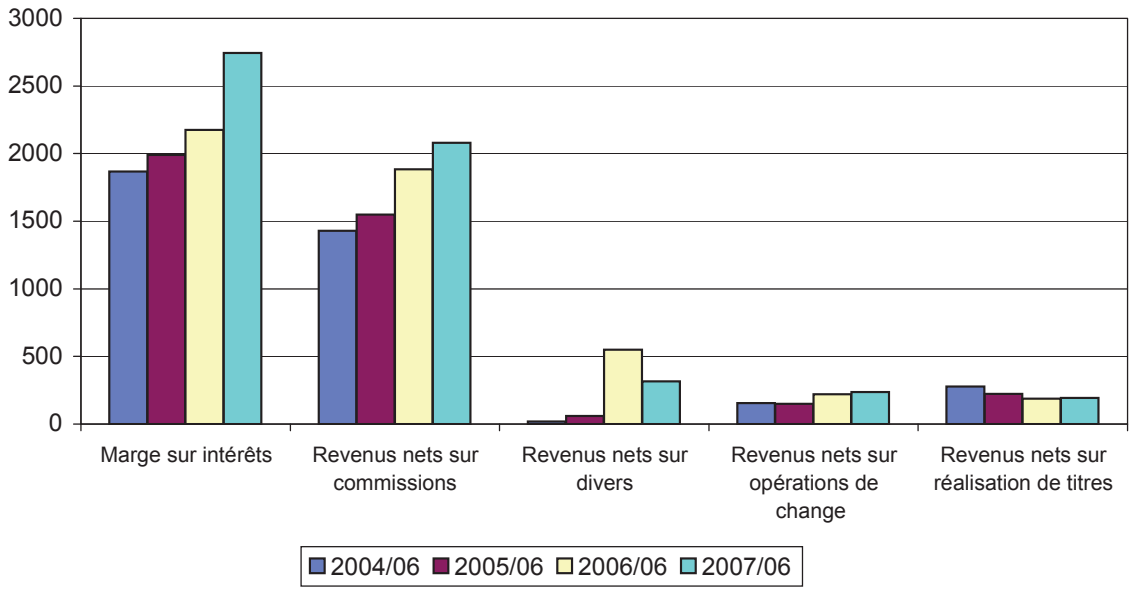
Cela est surtout le cas pour les revenus nets sur commissions qui, bien qu'atteignant déjà des niveaux très élevés, ont poursuivi leur progression avec une hausse de 10,5%, soit 197 millions d'euros, sur la période pour atteindre un montant de 2 081 millions d'euros fin juin 2007. Ces revenus issus en particulier d'opérations de gestion et de prise ferme pour une clientèle tant privée qu'institutionnelle, ont évolué dans le sillage de l'évolution favorable des marchés boursiers internationaux. Ils sont également le fruit des efforts de restructuration et de spécialisation de nombreux acteurs de la place financière sur quelques activités-clés telles que le private banking, l'activité de banque dépositaire et/ou d'administration centrale pour les organismes de placement collectifs (OPC), les opérations de domiciliation ou d'intermédiation sur les marchés boursiers ou de change. L'évolution favorable des commissions perçues est confirmée par une hausse continue de la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC, sur base de laquelle sont calculées les commissions que ces derniers doivent verser aux banques. A la fin du mois de mai 2007, le secteur des OPC a franchi pour la première fois la barre des 2 000 milliards d'euros en termes d'actifs nets gérés pour atteindre 2 047 milliards d'euros au 30 juin 2007; au final, cela constitue une augmentation de 11% du patrimoine global net par rapport au 31 décembre 2006.

Tandis que les revenus nets sur opérations de change ont affiché une progression de 7,2%, pour s'élever à 237 millions d'euros, les revenus nets sur réalisations de titres n'ont que légèrement progressé de 2,1%, pour atteindre un niveau de 193 millions d'euros à la fin du premier semestre 2007.

Un résultat exceptionnel de 452 millions d'euros, liée à une opération particulière d'une banque de la place, avait conduit les revenus nets sur divers à un montant de 549 millions d'euros fin juin 2006. A la même période de l'année 2007, les revenus nets sur divers représentaient un montant de 317 millions d'euros, soit un recul de 232 millions d'euros (-42,3%). Ce niveau qui, mis dans une perspective historique, demeure toujours remarquable, a été essentiellement généré par la bonne performance du poste «autre résultat d'exploitation» qui a atteint 360 millions d'euros.

Graphique 24

Principales composantes des revenus bancaires du premier semestre 2004-2007



Source: BCL

Si les revenus nets ont quasiment stagnés de juin 2006 à juin 2007, le produit bancaire, qui englobe l'ensemble des revenus bancaires, a cependant augmenté de 11%, soit 553 millions d'euros. Sous l'impulsion de la progression de la marge sur intérêts le produit bancaire a atteint un niveau de 5 572 millions d'euros à la fin du premier semestre 2007. Faisant abstraction des effets non-récurrents liés aux résultats exceptionnels des deux semestres comparés, l'image est encore plus flatteuse. Les revenus nets sur divers ont ainsi progressé de 170 millions d'euros (+167%). Sur l'ensemble des revenus nets, cela se traduit par le passage d'une situation de stagnation à une situation de croissance qui atteint 379 millions d'euros (+15,9%) sur un an et qui porte ces revenus à 2 770 millions d'euros. Parallèlement, le produit bancaire était en nette progression de 20,7%, soit 947 millions d'euros. Dans cette optique, l'ensemble des revenus bancaires a connu une évolution favorable et a contribué à ce résultat positif au bout des six premiers mois de l'année 2007.

L'effectif des établissements de crédit a évolué parallèlement à la croissance de la place financière. La création nette de 1 449 emplois, ainsi que l'arrivée à échéance d'une tranche indiciaire en août, payée depuis décembre 2006 (+2,5%), sont notamment à la base d'une hausse des frais de personnel de 11,8% sur une année. Les autres frais d'exploitation ont également évolué à la hausse (+11,6%). Ainsi, les frais généraux administratifs (frais de personnel et autres frais d'exploitation) affichaient une hausse de 11,8% (+212 millions d'euros) s'établissant à 2 015 millions d'euros au 30 juin 2007, contre 1 803 millions d'euros un an plus tôt.

Le ratio coûts sur revenus, indicateur de rentabilité opérationnelle, ne se montre guère influencé par cette évolution et conserve un niveau constant en passant de 35,9% au premier semestre 2006 à 36,2% sur la même période en 2007. La neutralisation des résultats exceptionnels se répercute visiblement sur la rentabilité opérationnelle des établissements de crédit luxembourgeois qui s'améliore en passant de 39,5% au 30 juin 2006 à 36,5% au 30 juin 2007.

Reste encore à évoquer une diminution des impôts divers de 10%, soit 2 millions d'euros, pour les six premiers mois de 2007, ainsi qu'un léger accroissement de 2,6% à 117 millions d'euros des amortissements sur actifs immobiliers non-financiers.

La hausse des dépenses opérationnelles ne pénalise pas le taux de croissance du résultat brut avant provisions qui a progressé, à l'instar du produit bancaire, à un

taux de 11%, soit 340 millions d'euros, en comparaison annuelle, pour atteindre 3 422 millions d'euros en fin de période. Au contraire, si on fait abstraction des éléments exceptionnels le résultat brut avant provisions s'améliore de 734 millions d'euros, soit de 27,9%, à 3 364 millions d'euros pour le premier semestre 2007.

1.3.7.3 Les organismes de placement collectif

L'environnement macroéconomique favorable dans les principales économies mondiales ainsi que dans les pays émergeants a contribué au développement boursier propice dont le secteur des organismes de placement collectif a nettement bénéficié au cours des six premiers mois de l'année 2007.

Ainsi, au cours du premier semestre de l'année en cours, l'industrie des organismes de placement collectif a poursuivi son développement sur le rythme de croissance soutenu, observé au cours des deux années précédentes. La prospérité de ce secteur se reflète tant au niveau du patrimoine global net sous gestion qu'au niveau du nombre de fonds domiciliés au Luxembourg. De plus, les afflux importants de capitaux confirment la confiance des investisseurs internationaux, tant institutionnels que privés, dans la compétence et la compétitivité de la place financière luxembourgeoise en matière de gestion et d'administration de fonds d'investissement.

Toutefois, les problèmes survenus récemment sur le marché hypothécaire américain ainsi que les turbulences subséquentes observées sur les marchés financiers au mois d'août 2007 affectent également certains organismes de placement collectif luxembourgeois. Bien que l'impact de ces développements sur l'industrie luxembourgeoise des OPC ne semble pour l'instant pas très important, une correction du rythme de croissance ne pourra sans doute pas être exclue au cours du second semestre de l'année 2007.

- L'évolution en nombre

La création nette d'OPC luxembourgeois a pris de la vigueur au cours des six premiers mois de l'année pour se chiffrer à 114 unités, contre 70 au cours de la même période de l'année précédente.

Au 30 juin 2007, la liste officielle des OPC comptait 2 352 unités. Parmi celles-ci, 1 459 ont été constituées avec une structure à compartiments multiples, ce qui représente au total 9 149 compartiments, tandis que 893 unités ont opté pour une structure classique.

- L'évolution de la valeur nette d'inventaire

Le patrimoine global net des organismes de placement collectif a dépassé le niveau historique de 2 000 milliards d'euros en mai 2007. Au 30 juin 2007, il s'est élevé à 2 047 022 millions d'euros, contre 1 844 850 millions d'euros au 31 décembre 2006, ce qui représente un taux de croissance de 11,0%.

En ce qui concerne l'allocation de ce patrimoine, on peut noter qu'au 30 juin 2007, 797 429 millions d'euros étaient sous gestion dans des OPC investissant en valeurs mobilières à revenu fixe; parallèlement, 812 244 millions d'euros étaient placés dans des OPC investissant en valeurs mobilières à revenu variable; finalement 222 238 millions d'euros étaient à destination d'OPC investissant en valeurs mobilières diversifiées. Par ailleurs, toujours à cette date, 179 756 millions d'euros étaient gérés par des fonds de fonds. Les autres actifs étaient placés auprès d'OPC poursuivant une politique d'investissement orientée vers les produits dérivés (futures, options ou warrants), l'immobilier, les liquidités et autres.

Par rapport au 31 décembre 2006, ce sont avant tout les OPC investissant en valeurs mobilières à revenu variable qui affichent la progression la plus importante, soit 9,5%. Ce constat ne surprend guère si l'on considère le développement prometteur de la majorité des indices boursiers et partant l'attractivité des OPC investissant dans des instruments financiers à revenu variable tels que les actions. Toutefois, tel que précisé ci-dessus, les turbulences récentes sur les marchés boursiers pourraient engendrer un revirement de tendance; en effet, d'une part, la baisse des principaux indices boursiers et d'autre part le prolongement des perturbations boursières pourraient inciter les investisseurs à chercher refuge dans des valeurs plus certaines, telles que les fonds monétaires et/ou les fonds investissant dans des valeurs mobilières à revenu fixe.

Tableau 22 ***Evolution de la situation globale des organismes de placement collectif (en millions d'euros, encours en fin de période)***

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

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

La variation annuelle en termes bruts des actifs nets des OPC, entre fin juin 2006 et fin juin 2007, s'élève à 394 896 millions d'euros, soit une progression de 23,9%. L'accroissement de la valeur nette d'inventaire, observé au cours des douze derniers mois, s'explique d'une part par un afflux net de capital de 218 398 millions d'euros, qui représente 55,3% de la hausse de la VNI, et d'autre part par une évolution favorable des marchés financiers pour un montant total de 176 498 millions d'euros.

Depuis la fin 2006, l'apport net en capital s'élève à 130 619 millions d'euros, en retrait de 14,9% par rapport au premier semestre de l'année précédente où l'investissement net en capital s'élevait à 153 565 millions d'euros.

- Les OPC monétaires

La somme de bilan

Au 30 juin 2007, la somme de bilan des OPC monétaires luxembourgeois s'est élevée à 228 186 millions d'euros contre 186 472 millions d'euros au 30 juin de l'année précédente, soit une augmentation de 22,4%.

Dans ce contexte, il importe de mentionner que cet accroissement s'explique en partie par un élargissement de la population déclarante; en effet, un certain nombre de compartiments d'OPC existants ont été classifiés dans la population des OPC monétaires au cours des douze derniers mois. Ainsi, sur la hausse de 41 714 millions d'euros, 9 708 millions d'euros, soit 23,3%, s'expliquent par un élargissement de la population recensée.

Nombre de compartiments

Au 30 juin 2007, le nombre de compartiments monétaires s'élève à 457 unités, soit une baisse d'une unité par rapport au 30 juin 2006.

Politique d'investissement

Au 30 juin 2007, le portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois représentait 85,6% du total des actifs détenus. Dans le détail, 51,8% de ces titres ont été émis par des établissements de crédit; suivent les autres secteurs avec 42,8%. Les administrations publiques ne représentaient que 5,4% des titres émis. Cette part importante en titres autres que des actions, relativement stable au fil

des années, reflète une politique d'investissement rigoureusement axée sur le marché monétaire laissant peu de marge de manœuvre pour diversifier dans d'autres instruments financiers. En retour, les détenteurs de parts bénéficient d'un investissement à faible risque avec un rendement certain mais relativement modéré.

Ventilation géographique

En ce qui concerne la ventilation géographique de ces investissements au 30 juin 2007, les émetteurs résidents, faute d'une offre suffisante, n'ont joué qu'un rôle marginal (2,1%) contrairement aux émetteurs de la zone euro (42,8%) ou du reste du monde (55,1%). Il convient de souligner qu'en 2005 et 2006, les gestionnaires de portefeuille d'OPC accordaient une pondération plus importante aux émetteurs originaires des autres pays de la zone euro. Ainsi, entre le 30 juin 2006 et la même date de l'année 2007 le portefeuille de titres autres que des actions émis par des non résidents de la zone euro s'est accru de 164,8%. Les opportunités de rendements supérieurs en dehors de la zone euro paraissent un élément explicatif pour ces transactions.

Tableau 23 ***Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois (en millions de EUR, sauf indication contraire; encours en fin de période)***

Emetteur des titres	*Montants en millions d'euros*			*Variation en millions d'euros et en %*				*Poids relatif*	
				2006/06 - 2007/06		*2007/03 - 2007/06*		*2007/06*	
	2006/06	*2007/03*	*2007/06*	*en millions d'euros*	*en %*	*en millions d'euros*	*en %*	*Total 1)*	*Zone géographique 2)*
Emetteurs résidents	4 087	4 179	4 039	- 47	-1.2	- 139	-3.3	2.1	100.0
Etablissements de crédit	2 899	2 389	2 542	- 357	-12.3	153	6.4	1.3	62.9
Administrations publiques	46	32	72	26	55.2	40	127.5	0.0	1.8
Autres secteurs	1 142	1 758	1 426	284	24.9	- 332	-18.9	0.7	35.3
Autres intermédiaires financiers	853	1 246	1 169	316	37.0	- 77	-6.2	0.6	28.9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	31	16	1	- 30	-96.6	- 15	-93.3	0.0	0.0
Sociétés non financières	257	496	256	- 1	-0.5	- 240	-48.4	0.1	6.3
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	74 961	77 880	83 555	8 594	11.5	5 675	7.3	42.8	100.0
Etablissements de crédit	41 482	44 058	45 784	4 303	10.4	1 726	3.9	23.5	54.8
Administrations publiques	12 047	9 312	8 851	-3 196	-26.5	- 461	-4.9	4.5	10.6
Autres secteurs	21 432	24 510	28 920	7 488	34.9	4 410	18.0	14.8	34.6
Autres intermédiaires financiers	13 459	13 760	16 625	3 166	23.5	2 865	20.8	8.5	19.9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 154	1 034	1 381	227	19.7	347	33.6	0.7	1.7
Sociétés non financières	6 706	9 715	10 913	4 208	62.7	1 198	12.3	5.6	13.1
Ménages et ISBLM	113	0	0	- 113	-	0	-	-	-
Emetteurs du reste du monde	40 650	98 337	107 642	66 992	164.8	9 305	9.5	55.1	100.0
Etablissements de crédit	40 565	46 716	52 728	12 163	30.0	6 012	12.9	27.0	49.0
Administrations publiques	2 621	1 835	1 637	- 983	-37.5	- 197	-10.7	0.8	1.5
Autres secteurs	38 029	49 786	53 276	15 247	40.1	3 490	7.0	27.3	49.5
Total	119 697	180 395	195 236	75 539	63.1	14 841	8.2	100.0	100.0

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

Ventilation sectorielle des investissements par région géographique

Au 30 juin 2007, les investissements des OPC monétaires luxembourgeois dans des titres autres que des actions émis par des résidents s'élevaient à 4 039 millions d'euros. Les établissements de crédit, avec un encours de 2 542 millions d'euros, suivis des autres intermédiaires financiers, avec un encours de 1 169 millions d'euros, étaient les secteurs émetteurs les plus importants. Le poids relatif très faible des titres de créances émis par des agents économiques résidents dans le portefeuille des OPC monétaires luxembourgeois s'explique par le fait, d'une part, que les administrations publiques nationales ont surtout recours

aux crédits bancaires et, d'autre part, que les établissements de crédits luxembourgeois se refinancent assez peu par émission de titres.

Quant aux investissements en titres émis par des résidents de la zone euro, une large part de l'encours est constituée de titres de créance émis par des établissements de crédits; au 30 juin 2007, cet encours atteignait 45 784 millions d'euros, soit 23,5% des 42,8% de l'actif représenté par les émetteurs de la zone euro. Au niveau des variations annuelles remarquables, un recul de 26,5% des investissements en titres émis par le secteur public des autres pays membres de la zone euro a pu être constaté; l'encours de ce dernier s'est établit à 8 851 millions d'euros au 30 juin 2007. Parallèlement, s'est produit un accroissement de 62,7% des placements en titres des sociétés non financières, portant l'encours à 10 913 millions d'euros.

Finalement, au 30 juin 2007, 55,1% du portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois, soit 107 642 millions d'euros, provenaient des émetteurs du reste du monde. Ceci constitue une progression de 164,8 points de pourcentage par rapport au 30 juin 2006. La ventilation sectorielle confirme la tendance générale et révèle que les établissements de crédits (52 728 millions d'euros) et les autres secteurs (53 276 millions d'euros) ont été les contreparties favorites avec des parts relatives de respectivement 27,0% et de 27,3%. La part de titres émis par les administrations publiques s'est contractée de 10,7% pour atteindre un encours relativement modeste de 1 637 millions d'euros.

1.3.7.4 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

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

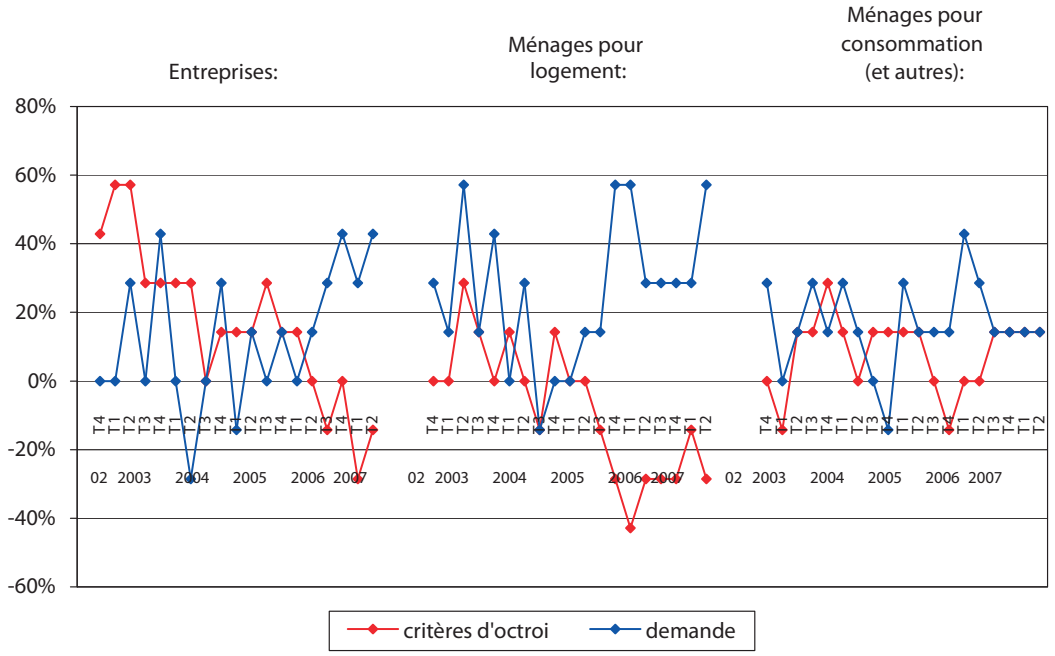
Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en «pourcentages nets» dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire: pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé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

Les résultats les plus récents datent du deuxième trimestre 2007. Les résultats de l'échantillon luxembourgeois ne sont pas toujours en ligne avec ceux de la zone euro. Alors qu'au Luxembourg l'évolution récente des critères d'octroi aux entreprises est similaire à celle des critères d'attribution au niveau de la zone euro, l'évolution des critères d'octroi appliqués aux prêts accordés aux ménages ne l'est qu'approximativement en ce qui concerne les prêts pour habitat, alors que les résultats sont divergents pour ce qui est des prêts pour consommation (et autres). Du côté de la demande, ce sont surtout les questions sur les entreprises qui font apparaître des résultats comparables.

Le graphique présente, pour les résultats de l'échantillon luxembourgeois, l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clefs de l'enquête.

Graphique 25

L'évolution des critères d'octroi et de la demande de crédits au Luxembourg, pourcentages nets



Source: BCL

Entreprises: Aux deux premiers trimestres de l'année en cours, les banques ont signalé que les critères d'octroi aux entreprises se sont assouplis, en ligne avec les résultats obtenus au niveau de la zone euro. C'est surtout la concurrence bancaire qui aurait conduit à cet assouplissement net, alors qu'au deuxième trimestre une amélioration des perceptions des risques (liés à l'activité économique générale et au secteur/à l'entreprise) aurait contribué à ce résultat.

Concernant le côté demande une augmentation dans les échantillons de la demande nette se dégage tant de la zone euro que luxembourgeois. Ces développements sont liés à un besoin de financement accru découlant, entre autres, des fusions/acquisitions et des restructurations d'entreprises.

Ménages pour habitat: Les pourcentages nets indiquent qu'au deuxième trimestre, les critères d'attribution relatifs aux crédits immobiliers accordés aux ménages ne se sont que très légèrement assouplis au niveau de la zone euro; les pourcentages nets sont d'ailleurs moins importants par rapport au trimestre précédent. En ce qui concerne l'échantillon luxembourgeois, les pourcentages nets sont cependant devenus plus importants comparé au premier trimestre; la concurrence des autres banques et des perceptions de risques plus favorables liés surtout aux perspectives sur le marché du logement seraient à l'origine de cet assouplissement net.

Du côté de la demande, les pourcentages nets pour l'échantillon luxembourgeois sont positifs depuis plusieurs trimestres (demande en hausse), alors que l'inverse est le cas pour l'échantillon agrégé de la zone euro (demande en baisse). Les résultats de l'enquête indiquent qu'un besoin de financement divergent lié aux perspectives sur le marché du logement est le facteur principal à l'origine de ces évolutions distinctes.

Ménages pour consommation (et autres): Au sein de la zone euro, les pourcentages nets relatifs aux critères d'attribution appliqués aux prêts à la consommation (et autres) sont négatifs depuis plusieurs trimestres, alors qu'ils sont positifs au Luxembourg en raison des perceptions de risques liés à la capacité de remboursement des consommateurs.

Pour ce qui est de la demande, les pourcentages nets sont positifs (à +14%) au Luxembourg depuis quatre trimestres indiquant une demande croissante; alors que les pourcentages nets sont également positifs dans l'échantillon agrégé de la zone euro, ils se trouvent toutefois sur une trajectoire baissière depuis mi-2006. Au

Luxembourg, le besoin de financement lié à la dépense de consommation en biens durables est cité comme principal facteur explicatif.

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

Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises ont progressé au cours du premier semestre de l'année 2007. Cette évolution doit être mise en parallèle avec celle du taux de refinancement de l'Eurosystème qui, sur cette période, est passé de 3,50% à 4,00%, soit une hausse de 50 points de base.

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 de l'année 2007. Il atteint 4,69% au 30 juin 2007, contre 4,51% en décembre 2006, soit une progression de 18 points de base. Toutefois, l'essentiel de cette hausse s'est produite en toute fin de période (+10 points de base entre mai et juin 2007). En effet, les taux longs, qui étaient demeurés relativement stables en début d'année 2007, se sont brusquement tendus durant la fin du premier semestre. Cette tendance s'est prolongée au cours du mois de juillet 2007, avec une nouvelle progression de 14 points de base qui porte le taux des crédits immobiliers à 4,83%. En outre, le volume mensuel de nouveaux contrats immobiliers conserve un niveau très élevé, à 226 millions d'euros en juillet 2007. Cela s'explique par l'assouplissement des critères d'octroi de crédits à l'habitat observé depuis le second trimestre 2005.

Toutefois, malgré le fait que le taux de refinancement de l'Eurosystème est en phase ascendante depuis des mois, la réallocation des contrats vers les taux fixes n'est pas significative. Ces derniers représentent moins de 20% des nouveaux contrats en juillet 2007, contre moins de 15% en décembre 2005.

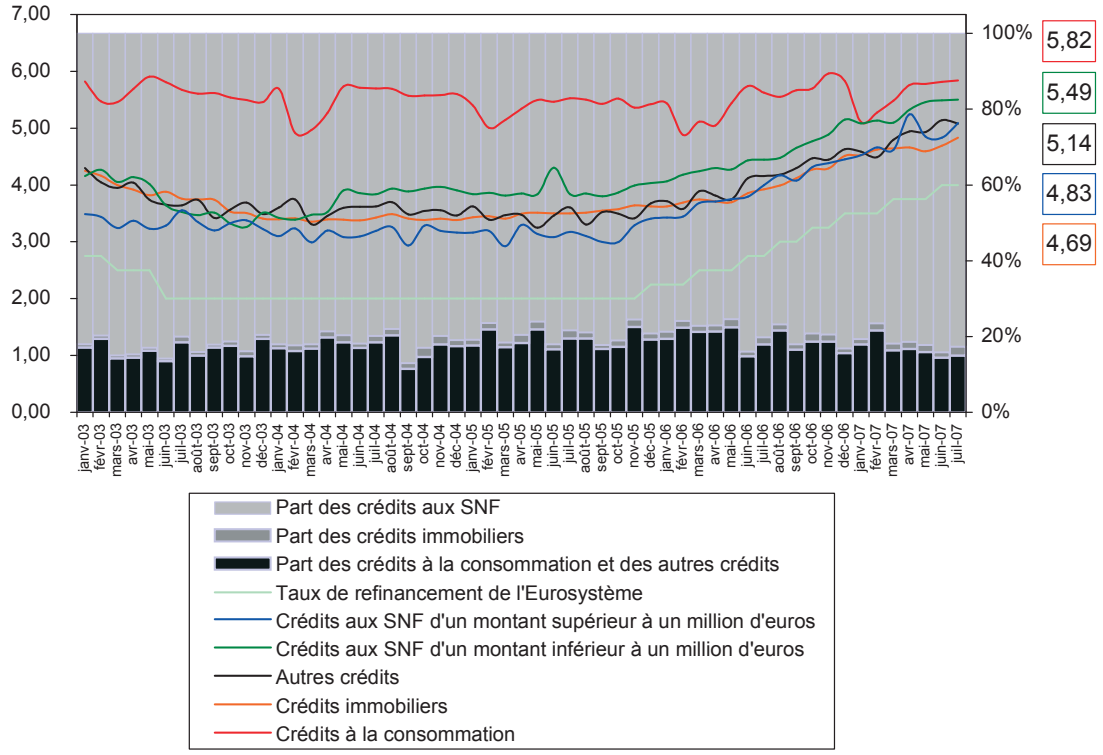
Au 30 juin 2007, le coût de crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans, est revenu à son niveau du 31 décembre 2006, soit 5,82%, après avoir atteint des niveaux plus faibles au premier trimestre 2007 en raison des salons professionnels qui se sont tenus à Luxembourg. La modeste progression, observée entre juin et juillet 2007, atteint deux points de base, et porte le coût de crédits à la consommation à 5,84%.

Le coût des autres crédits à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a fortement progressé au cours de premier semestre 2007, passant de 4,63% en décembre 2006 à 5,14% en juin 2007, soit 51 points de base supplémentaires. Nous avions déjà pu observer une progression assez forte du coût de ces crédits entre décembre 2005 et décembre 2006 (+96 points de base). Coté volumes, nous observons un très léger tassement puisque la moyenne mensuelle de nouveaux contrats était de 1 696 millions d'euros en 2006, tandis qu'elle atteint 1 667 millions d'euros sur base du premier semestre 2007. L'effet du niveau des taux d'intérêt sur les volumes des autres crédits est assez flou; toutefois nous pouvons supposer que les investisseurs s'attendent à ce que la progression des marchés boursiers en 2007 ne soit pas aussi bonne qu'en 2006, ce qui réduit la rentabilité nette des fonds empruntés et réinvestis en actions ou en obligations. Signalons enfin qu'un ajustement de six points de base à la baisse a été observé entre juin et juillet 2007, portant le taux des autres crédits à 5,08%.

Le coût des crédits aux sociétés non-financières (SNF), à taux variable, ou dont la période de fixation n'excède pas un an, a progressé de 34 points de base pour la catégorie des contrats inférieurs à un million d'euros et de 38 points de base pour la catégorie des contrats supérieurs à un million d'euros. Ceux-ci atteignent respectivement 5,49% et 4,83% en juin 2007 contre 5,15% et 4,45% en décembre 2006. L'évolution des taux débiteurs offerts aux SNF, qu'il s'agisse des montants inférieurs ou supérieurs à un million d'euros, est assez erratique en raison de la mise en place occasionnelle de contrats de tailles importantes qui influencent sensiblement le taux moyen pondérée. Finalement, si la progression d'un point de base observée entre juin et juillet 2007 (5,50%) sur la catégorie des crédits dont le montant est inférieur à un million d'euros est modeste, celle de 26 points de base observée sur la catégorie des crédits dont le montant est supérieur à un million d'euros est nettement plus remarquable. Le coût de cette dernière catégorie atteint 5,09% en juillet 2007.

Graphique 26

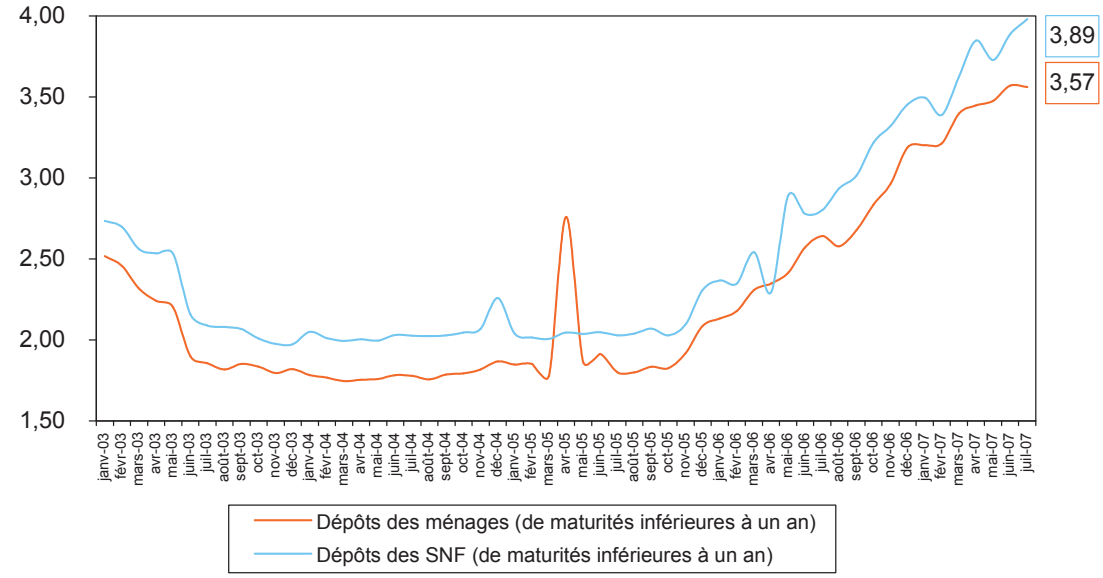
Evolution des taux débiteurs des banques luxembourgeoises sur la période janvier 2003 à juillet 2007 (échelle de gauche) et répartition des nouveaux contrats (échelle de droite)



Source: BCL

Graphique 27

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



Source: BCL

Par ailleurs, nous constatons que la progression de la rémunération des dépôts a été légèrement plus élevée pour les SNF (+43 points de base) qu'elle ne l'a été pour les ménages (+38 points de base); les rémunérations respectives des dépôts de ces deux catégories atteignent 3,89% et 3,57% au 30 juin 2007. Une évolution similaire avait été constatée en 2006, avec des progressions de 110 points de base pour les dépôts des ménages et 115 points de base pour les dépôts des SNF. Entre le 30 juin et le 31 juillet 2007, le taux relatif à la catégorie des dépôts des SNF a encore progressé de neuf points de base tandis que celui relatif à la catégorie des ménages diminuait d'un point de base. Il faut souligner que des opérations ponctuelles, visant des clientèles ciblées, portant sur des montants très importants et émanant d'un nombre limité de banques, peuvent créer des sauts dans les séries historiques de taux créditeurs. Un tel phénomène est observable sur les dépôts à terme des ménages, où la rémunération moyenne s'élève à 2,76% pour le mois d'avril 2005, ce qui est largement supérieur à la moyenne de cette série.

1.3.8 Le commerce extérieur

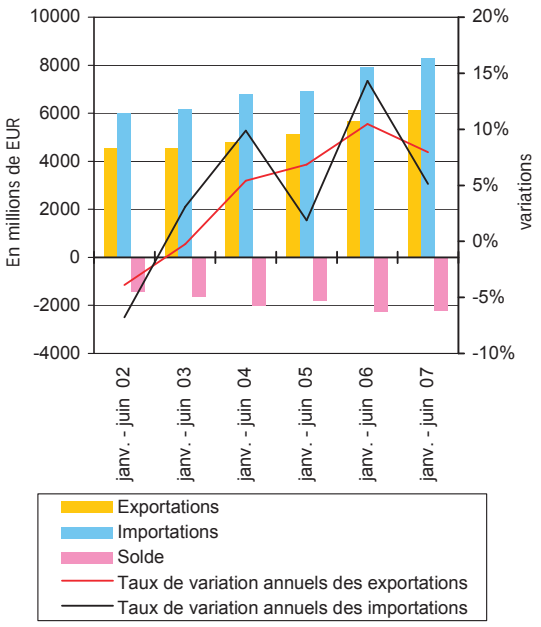
Les exportations de biens ont atteint 6,1 milliards d'euros au premier semestre de 2007, soit une hausse de 8% par rapport à la même période de 2006. La croissance des importations de biens s'est en revanche ralentie à 5,1% pour s'établir à 8,3 milliards d'euros. En conséquence, le déficit du commerce extérieur du Luxembourg s'est contracté de 2% à 2,2 milliards d'euros au premier semestre de 2007.

La croissance relativement forte des exportations s'explique surtout par une bonne performance de l'industrie sidérurgique dont les livraisons à l'étranger ont progressé de 19,5%. A cela s'ajoute la bonne tenue des expéditions de produits chimiques (+10,3%) et de machines et équipements (+9,6%). 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 9,5%. Cette performance s'explique par le dynamisme de la demande dans les trois pays limitrophes (Allemagne, France et Belgique). En revanche, les livraisons vers les principales destinations hors zone euro, particulièrement celles à destination des Etats-Unis et des pays émergents d'Asie, ont fortement baissé.

La hausse de 5,1% des importations de biens est due en grande partie aux approvisionnements en matières premières, en consommations intermédiaires de la sidérurgie et aux achats de machines et équipements. Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (84% des importations du premier semestre 2007), ont augmenté de 2,7%. En dehors de la zone euro, les importations en provenance des pays émergents d'Asie ont augmenté de 6% tandis que celles en provenance des Etats-Unis se sont contractées de 10,6% (le niveau élevé atteint au premier semestre 2006 était lié à l'acquisition d'un satellite).

Graphique 28

Commerce extérieur du Luxembourg



Source: STATEC

1.3.9 La balance des paiements

1.3.9.1 Le compte courant

L'excédent courant du Luxembourg a atteint 1,1 milliards d'euros au premier trimestre de 2007, soit presque le même niveau qu'au premier trimestre de 2006. Cette stagnation est due aux évolutions divergentes ayant affecté les différents soldes partiels de la balance courante. La progression de l'excédent des services et la baisse du déficit des marchandises ont ainsi été compensées par une hausse des déficits des revenus et des transferts courants.

Le déficit de la balance des marchandises s'est réduit de 8,1% en atteignant 665 millions d'euros sur le premier trimestre de 2007. Cette contraction s'explique essentiellement par la baisse des importations de biens, dans un contexte où les exportations, tirées par le secteur sidérurgique, ont enregistré une croissance positive. A cela s'ajoute la contribution des transactions sur or non-monétaire dont l'excédent a plus que doublé au premier trimestre 2007.

Le rythme de progression de l'excédent des services s'est nettement ralenti à 5,2%, en atteignant 4,4 milliards au premier trimestre 2007, comparé à un taux de croissance de 31% au premier trimestre 2006. Ce ralentissement est imputable à presque toutes les catégories de services à l'exception des services financiers. La hausse (+7,9%) des recettes nettes des services financiers, qui s'explique en grande partie par des commissions perçues par les gestionnaires d'OPC sur la valeur des actifs financiers détenus, a ainsi compensé la contraction du solde de tous les autres services et plus particulièrement la baisse du surplus des services d'information et de communication. Cette dernière catégorie est en recul sous l'effet d'une cession à des non-résidents d'une partie de l'activité étrangère d'une entreprise spécialisée dans le domaine informatique.

L'aggravation (+8,5%) du déficit des revenus qui s'est établi à 2,1 milliards d'euros sur le premier trimestre 2007, s'explique par la rémunération des facteurs de production étrangers. La croissance continue du nombre des salariés frontaliers a en effet entraîné une hausse des versements nets de salaires à l'étranger (+15,7% à 1,3 milliards). Par ailleurs, les bénéfices dégagés en 2006 par les entreprises résidentes ont donné lieu à une attribution de bénéfices aux détenteurs étrangers du capital de ces sociétés. Le revenu des investissements directs laisse ainsi un déficit record (+27,8%) de 2,7 milliards d'euros au premier trimestre de 2007.

L'augmentation de plus de 25% dans le déficit des transferts courants (à 546 millions sur le premier trimestre 2007) résulte en grande partie d'une nouvelle hausse des revenus monétaires réalloués au sein de l'Eurosystème.

1.3.9.2 Le compte financier

Les transactions du compte financier se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 1,5 milliards d'euros au premier trimestre 2007. Dans les différentes composantes du compte financier, les investissements de portefeuille (dérivés inclus) ont enregistré des entrées nettes de 30 milliards d'euros tandis que les investissements directs et les autres investissements (dépôts et prêts) se sont soldés par des sorties nettes respectives de 3 milliards et de 28,5 milliards d'euros.

Dans les flux d'investissements de portefeuille, les souscriptions de non-résidents aux titres de participation émis au Luxembourg ont rapporté 61 milliards d'euros sur le premier trimestre 2007 contre 97,5 milliards sur la même période de 2006. Cette baisse est liée au fléchissement de l'investissement net des non-résidents dans les parts d'OPC luxembourgeois. Toutefois dans l'ensemble, en raison du recul plus prononcé des achats d'actions étrangères par les résidents, les transactions sur titres de participation se sont soldées par des entrées nettes en hausse à 48,7 milliards au premier trimestre de 2007 (contre 41,8 milliards au même trimestre de 2006). De même, le recul des achats de titres de créance étrangers, qui ont totalisé 21,8 milliards d'euros sur le premier trimestre de 2007 (contre 36 milliards sur le même trimestre de 2006), a contribué en grande partie à la progression du montant total des entrées nettes sur investissements de portefeuille.

Pour rappel, les entrées nettes sur investissements de portefeuille (30 milliards au total en y incluant les produits dérivés) ont été largement compensé par des sorties nettes sous forme d'autres investissements (28,5 milliards) et sous forme d'investissements directs (3 milliards). Sur ce dernier poste, les sorties nettes sont liées aux prêts intragroupes. Dans les autres investissements, les sorties nettes sont d'une part attribuées aux autres secteurs (OPC non-monétaires, Holdings et SOPARFI) qui ont accru, à concurrence de 17,7 milliards d'euros, leurs avoirs nets sur le reste du monde. Les institutions financières monétaires (BCL exclue) ont d'autre part enregistré des sorties nettes de 10 milliards suite à une réduction de leurs engagements envers les non-résidents.

Tableau 24 ***Balance des paiements du Luxembourg[1]***

Unité: Million EUR	*2006T1*			*2007T1*		
	Crédit	*Débit*	*Solde*	*Crédit*	*Débit*	*Solde*
COMPTE COURANT	**31 563**	**30 454**	**1 109**	**35 979**	**34 867**	**1 111**
Marchandises	3 490	4 214	-724	3 495	4 161	-665
Services	9 987	5 768	4 219	10 830	6 391	4 439
Revenus	17 062	19 013	-1 951	20 660	22 776	-2 116
Transferts courants	1 024	1 460	-436	993	1 540	-546
COMPTE DE CAPITAL	**19**	**52**	**-32**	**25**	**39**	**-13**
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER[2]			**-1 311**			**-1 555**
INVESTISSEMENTS DIRECTS[3]	**-10 638**	**10 485**	**-153**	**-26 336**	**23 315**	**-3 022**
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-5 755	13 189	7 434	-14 609	16 281	1 672
Autres opérations Prêts intragroupes	-4 883	-2 704	-7 587	-11 727	7 033	-4 694
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	**-91 846**	**97 992**	**6 145**	**-34 195**	**65 205**	**31 010**
Titres de participation	-55 617	97 456	41 840	-12 349	61 047	48 698
Titres de créance	-36 230	535	-35 695	-21 846	4 158	-17 688
Produits financiers dérivés			**-170**			**-1 091**
Autres investissements	**-82 188**	**75 025**	**-7 163**	**-82 368**	**53 909**	**-28 459**
Avoirs de réserve			**30**			**7**
ERREURS ET OMISSIONS			**235**			**457**

1) Chiffres provisioires; des différences peuvent apparaître en raison des arrondis
2) Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie; pour les avoirs des réserve, un signe positif correspond à une diminution, alors qu'un signe négatif correspond à une augmentation des avoirs
3) Investissement directs: les avoirs se réfèrent aux investissements directs du Luxembourg à l'étranger et les engagements aux investissements directs de l'étranger au Luxembourg
Sources: BCL/STATEC

1.3.10 La croissance économique

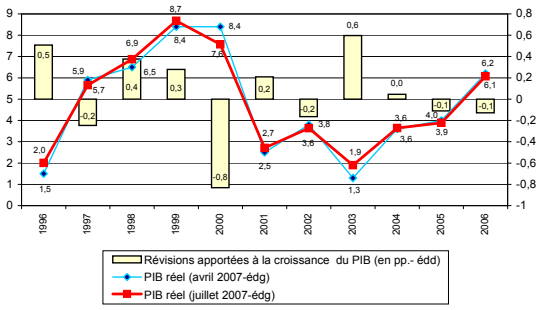
1.3.10.1 Comptes nationaux annuels: Révisions apportées à la croissance annuelle du PIB réel

Les estimations des comptes nationaux annuels telles que calculées sur base de la comptabilité trimestrielle publiée en juillet 2007 dressent désormais le tableau d'une accélération de la croissance annuelle de l'économie à 6,1% en 2006 après 3,9% en 2005, soit la meilleure performance depuis 2000. Les révisions marginales qui ressortent par rapport à la précédente version des comptes nationaux (respectivement 6,2% et 4,0% en 2006 et 2005 selon la comptabilité nationale d'avril 2007) s'expliquent à la fois par des corrections apportées aux composantes de la demande intérieure ainsi qu'à celles des exportations nettes.

Soulignons que le profil de la croissance du PIB a été rectifié pour les années antérieures et dessine un ralentissement conjoncturel en 2001 suivi d'une rechute en 2003 qui sont désormais tous deux d'une moindre amplitude que ceux esquissés lors de la précédente publication des comptes nationaux.

Graphique 29

Croissance du PIB réel et révisions apportées depuis avril 2007 (en %, à l'erreur d'arrondis près)



Source: STATEC

Du côté des grandeurs concernant l'emploi et la rémunération des salariés, cette nouvelle version de la comptabilité nationale met en lumière une hausse de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié en 2006 (3,9% après 3,7% en 2005) contrairement à la version précédente d'avril 2007 qui affichait une modération (2,3% après 3,7% en 2005). Cette correction s'explique d'une part, par la révision à la baisse de la progression de l'emploi salarié et, d'autre part, par la rectification à la hausse de la rémunération des salariés. Cette nouvelle estimation est plus en phase avec l'indicateur de court terme de l'IGSS qui décrit une stabilisation de croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié en 2006 à hauteur de 3,5%. Par ailleurs, elle semble plus réaliste par rapport aux évolutions observées de ses différentes composantes au cours de 2006. De fait, en 2006 la contribution de l'indexation automatique des salaires à la croissance du coût salarial s'est élevée à 2,1pp et la croissance des salaires négociés au sein du secteur public et du secteur bancaire qui représentent près de la moitié de la masse salariale au Luxembourg ont été positives. En outre, cette nouvelle estimation révèle une contribution du glissement des salaires à la rémunération moyenne par salarié positive ce qui est en harmonie avec la bonne tenue de la conjoncture en 2006.

Par conséquent, les évolutions des indicateurs calculées à partir de la rémunération moyenne par salarié en 2006 ont été impactées par cette révision de la comptabilité nationale. Ceci s'est traduit par une correction à la hausse de la croissance des coûts salariaux unitaires en 2006 (qui s'élève désormais à +1,4% contre une baisse de l'ordre de 0,2% dans la version d'avril des comptes nationaux). En écho à ces rectifications, la marge de profit des entreprises se repositionne sur une trajectoire de croissance plus modérée en 2006.

Tableau 25 ***Évolutions des principaux agrégats macroéconomiques (en %, à l'erreur d'arrondis près)***

	Comptes nationaux de juillet 2007					*Révisions apportées à la croissance par rapport aux comptes nationaux d'avril 2007*				
	Taux de variation annuels									
	2002	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*	*2006*
Consommation privée	6,1	2,1	2,8	3,4	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Consommation publique	4,2	4,3	2,6	5,4	2,4	0,0	-0,1	-0,6	0,6	0,1
Formation brute de capital	-4,6	6,3	0,4	8,3	-9,3	0,1	0,0	-0,4	0,5	-0,3
Demande intérieure	2,6	3,7	2,1	5,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,0
Importations	1,0	5,5	10,0	9,5	12,8	0,0	0,0	-0,3	0,2	0,1
Exportations	2,0	3,5	10,0	8,1	14,9	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1
Exportations nettes	9,4	-8,9	10,1	-2,9	31,7	0,0	0,0	2,1	-1,7	-0,5
Produit intérieur brut	3,6	1,9	3,6	3,9	6,1	-0,2	0,6	0,0	-0,1	-0,1
Déflateur du PIB	2,9	4,4	1,7	4,8	6,0	0,2	-0,5	0,0	0,1	0,1
Emploi salarié	3,0	1,9	2,4	3,2	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Emploi total	2,9	1,8	2,3	3,0	3,6	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1
Rémunération moyenne par salarié	3,6	1,9	4,2	3,7	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6
Productivité du travail	0,7	0,1	1,3	0,9	2,4	-0,2	0,6	0,0	-0,1	0,0
Coût unitaire du travail	2,8	1,8	2,8	2,7	1,4	0,1	-0,6	0,0	0,1	1,6
Marge de profit	0,1	2,5	-1,1	2,1	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,4

Source: STATEC

1.3.10.2 Comptes nationaux trimestriels: Estimation préliminaire de la croissance pour le premier trimestre 2007

Selon l'estimation préliminaire des comptes nationaux trimestriels, le PIB luxembourgeois a continué à faire preuve de dynamisme au premier trimestre 2007: sa progression trimestrielle, corrigée des variations saisonnières, s'étant établie à 1,6% par rapport au trimestre précédent et à 6,2% par rapport au premier trimestre de 2006. Concernant sa position dans le cycle, la croissance de l'économie luxembourgeoise est demeurée soutenue.

L'examen de la décomposition du PIB sous son optique dépenses indique que c'est le solde extérieur qui a essentiellement soutenu l'activité économique au cours du trimestre sous revue, la progression de la demande intérieure ayant, quant à elle, ralenti. En effet, sur le plan extérieur, bien que les exportations aient baissé au cours du premier trimestre 2007 (de l'ordre de -1,0% alors que l'on observait encore +2,4% au dernier trimestre de 2006), le recul plus important encore des importations (de 3,2% au quatrième trimestre de 2006 à -2,1% au premier trimestre de 2007) sous l'effet notamment de la décélération de la demande intérieure, a permis au solde extérieur de contribuer significativement à la croissance du PIB. Par ailleurs, les composantes de la demande intérieure ont affiché un ralentissement de leur rythme de croissance au cours du trimestre sous revue. Le repositionnement de la consommation privée sur un sentier de croissance plus modérée (0,5% après encore 0,9% au dernier trimestre de 2006) se révèle pourtant en contradiction avec les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs: au cours des premiers mois de 2007, cet indicateur décrit un regain de la confiance des consommateurs, lui permettant d'atteindre en mai 2007 son niveau le plus élevé depuis avril 2002. De même, la décélération observée sur le front de l'investissement au cours du trimestre sous revue (6,0% après 22,7% lors du trimestre précédent) n'est pas en phase avec les enquêtes d'opinion trimestrielles dans l'industrie, disponibles jusqu'au deuxième trimestre 2007 et qui dressent l'image d'une situation conjoncturelle extrêmement favorable. En effet, les résultats de ces dernières enquêtes se sont envolés vers des niveaux proches de leurs sommets historiques, à l'instar de ce qui s'observe dans d'autres pays de la zone euro.

A noter que cette analyse de la comptabilité nationale trimestrielle est succincte dans la mesure où ces comptes doivent être interprétés avec circonspection car, avec l'extension de leur couverture statistique, ils vont nécessairement faire l'objet de révisions.

Tableau 26 ***Evolutions des principaux agrégats macroéconomiques (en glissement trimestriel et annuel, à l'erreur d'arrondis près, cvs)***

	Taux de variation trimestriels (Juillet 2007)						*Taux de variation annuels (Juillet 2007)*					
	2005T4	*2006T1*	*2006T2*	*2006T3*	*2006T4*	*2007T1*	*2005T4*	*2006T1*	*2006T2*	*2006T3*	*2006T4*	*2007T1*
Consommation privée	2,2	1,4	-0,1	0,6	0,9	0,5	3,2	6,0	3,6	4,1	2,9	1,9
Consommation publique	1,2	0,3	0,4	-0,2	1,0	0,4	4,9	3,9	2,6	1,7	1,5	1,6
Formation brute de capital	30,3	-15,0	-12,8	-1,9	22,7	6,0	37,4	-1,1	-18,7	-5,2	-10,8	11,2
Demande intérieure	9,2	-3,8	-3,5	-0,2	6,2	2,0	12,1	3,6	-3,1	1,2	-1,6	4,4
Importations	9,6	-0,4	2,1	1,4	3,2	-2,1	19,4	17,6	15,5	12,9	6,4	4,6
Exportations	5,4	2,7	3,9	0,9	2,4	-1,0	13,9	17,9	18,7	13,4	10,2	6,2
Exportations nettes	-24,3	35,1	17,6	-2,7	-3,2	7,3	-22,5	19,8	45,0	17,0	49,7	18,9
Produit intérieur brut	**1,8**	**1,5**	**1,2**	**1,5**	**1,8**	**1,6**	**5,4**	**6,4**	**5,7**	**6,0**	**6,1**	**6,2**

Sources: STATEC

1.3.11 Les finances publiques

Deux événements d'importance, susceptibles d'affecter le processus d'élaboration du projet de budget 2008, sont survenus en juillet 2007. Au début du mois, le Gouvernement et la CGFP ont conclu un accord salarial relatif aux agents de l'Etat. Cet accord prévoit l'octroi d'une prime unique représentant 0,9% du traitement barémique en décembre 2007 et le paiement d'une prime similaire en décembre 2008. Cet avantage ne sera pas reconduit en 2009, année qui verra cependant l'indice de base des rémunérations augmenter de 1,5% à titre permanent. Evaluées à l'aune d'un scénario de strict gel des rémunérations hors indexation et augmentations automatiques, les dépenses additionnelles induites par l'accord peuvent être estimées à 0,07% du PIB tant en 2007 qu'en 2008 et à 0,11% à partir de 2009.

Vers la fin juillet, le Conseil de Gouvernement a adopté l'avant-projet de loi portant introduction du statut unique pour les salariés du secteur privé. La réforme, qui devrait devenir effective dans le secteur privé à partir du 1er janvier 2009, comporte notamment la prolongation du salaire en cas d'absence d'un salarié pour cause de maladie et une modification du régime des heures supplémentaires. La rémunération des ouvriers est pour l'instant prise en charge par la sécurité sociale dès le premier jour d'absence pour cause de maladie, avec à la clef des cotisations sociales pour prestations en espèces relativement élevées, égales à 4,7% du traitement brut.[25] En revanche, la continuation de la rémunération des employés est assurée par l'employeur, dès le mois de survenance de l'incapacité de travail et lors des trois mois suivants (principe dit de la «Lohnfortzahlung»). Ce n'est qu'à l'issue de cette période que la sécurité sociale prend le relais. Du fait de l'intervention assez tardive de cette dernière, les employés ne supportent qu'un taux réduit de cotisation, égal à 0,2% des rémunérations. Le statut unique va se traduire par la généralisation de la continuation des salaires, pour une période de treize semaines tant pour les ouvriers que pour les employés. Le taux de cotisation serait également uniformisé, à 0,5% des rémunérations brutes.

Il est difficile d'identifier à ce stade les retombées budgétaires précises du statut unique. Trois conséquences peuvent cependant d'ores et déjà être isolées. En premier lieu, le statut unique devrait ceteris paribus donner lieu à une hausse du coût de la main-d'oeuvre de l'ordre de 0,5% au maximum.[26] Dans un premier temps, soit de 2009 à 2011, cette hausse serait compensée par un «différentiel sur la part assuré» supporté par les ouvriers et versé à la nouvelle mutuelle des employeurs. Le différentiel diminuerait de moitié en 2012 avant de disparaître définitivement en 2013. Le surcoût de la main-d'œuvre d'environ 0,5% serait cependant épongé à partir de 2012 ou 2013 par un mécanisme alternatif, à savoir une intervention de l'Etat de l'ordre de 25-30 millions d'euros.[27] Une réforme de l'assurance accidents et une lutte plus affirmée contre les abus permettraient également d'atténuer les surcoûts liés à la réforme. En second lieu, le statut unique donnera lieu à l'uniformisation des régimes d'heures supplémentaires. Les salariés pourront bénéficier d'une rémunération majorée de 40% sur les heures supplémentaires, ces dernières faisant l'objet d'un traitement fiscal et parafiscal privilégié. Le coût précis pour les administrations publiques dépendra bien évidemment du recours effectif à ce mode de rémunération des heures supplémentaires[28] et de l'évolution du nombre d'heures prestées. En troisième lieu, le statut unique induira des économies de fonctionnement du fait notamment de la réorganisation administrative de la sécurité sociale. L'une des pièces angulaires de cette réorganisation serait la fusion des caisses de maladie et de pension. Les frais d'administration de ces caisses se montaient au total à environ 80 millions d'euros en 2006.[29] Une économie de l'ordre de 20% – cette proportion ne constituant qu'une hypothèse de travail – n'atteindrait dès lors que 15 millions d'euros, soit un montant ne permettant vraisemblablement pas de financer les charges évoquées ci-dessus.

Les coûts budgétaires induits par le statut unique ne se matérialiseront pas avant janvier 2009, date de sa mise en œuvre effective. Il convient cependant d'assurer dès

25 *Tant pour les ouvriers que pour les employés, ces taux de cotisation sont supportés par le salarié à raison de 50% et par l'employeur pour les 50% restants.*

26 *Un surcoût de l'ordre de 2% pour les ouvriers sera en effet observé. L'abaissement de 4,7 à 0,5% du taux de cotisation ne bénéficiera aux employeurs qu'à raison de la moitié. La diminution – pourtant de même ampleur – de la moitié supportée par les employés ne donnera quant à elle pas lieu à une réduction du coût salarial pour les employeurs. Les salaires bruts après cotisations patronales demeureront en effet inchangés par rapport à la situation présente en dépit de cotisations personnelles moindres. Cette situation découle du principe de stabilité des barèmes bruts (après cotisations patronales).*

27 *Le montant de cette intervention sera fixé à l'occasion d'un bilan intermédiaire du statut unique, qui s'opèrera dans un délai de trois ans après l'entrée en vigueur de la réforme.*

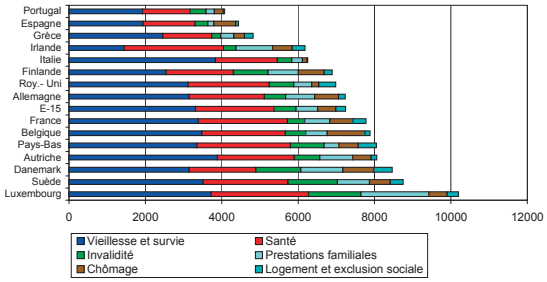
28 *Les heures supplémentaires pourront également être comptabilisées sur un compte épargne-temps.*

29 *Sources: UCM et IGSS.*

que possible le financement requis. Le statut unique ainsi que l'accord salarial précité renforcent en tout état de cause la pertinence d'un projet de budget 2008 rigoureux, d'autant que les dépenses des administrations publiques sont élevées au Luxembourg. En témoignent par exemple diverses données sur les prestations sociales récemment publiées par Eurostat.[30] Il apparaît que même expurgées des prestations sociales versées à des frontaliers, les dépenses de protection sociale exprimées en standards de pouvoir d'achat et par habitant sont nettement plus élevées au Luxembourg que dans n'importe quel autre pays de l'Union européenne. La disparité est particulièrement marquée en ce qui concerne les prestations familiales et l'invalidité. Le Luxembourg figure également parmi les pays les plus généreux dans le domaine des pensions de vieillesse ou de survie et en termes de prestations de santé.

Graphique 30

Dépenses de protection sociale en standards de pouvoir d'achat par habitant en 2004



Sources: Eurostat-SESPROS

Les dernières évolutions en matière de soins de santé soulignent d'ailleurs la nécessité d'une grande vigilance en la matière. Comme l'atteste le décompte annuel global des recettes et des dépenses de l'assurance maladie-maternité relatif à l'exercice 2006, déposé par l'Union des Caisses de Maladie (UCM) en juillet, les dépenses totales de l'assurance maladie-maternité se seraient accrues de 6,5% en 2006, du moins après correction pour l'incidence de factures en retard en provenance de Belgique. Le compte de l'UCM serait formellement en équilibre du fait de l'incidence favorable de ces retards sur l'exercice 2006. Toutefois, en l'absence de ce facteur purement temporaire, le budget de l'assurance maladie-maternité se serait soldé par un déficit de 21 millions d'euros en 2006.

Enfin, il n'est pas exclu que les prix des actifs financiers s'avèrent moins favorables en 2007 et en 2008 qu'au cours des années précédentes. Il en résulterait un moindre dynamisme de certains impôts, tels que la taxe d'abonnement ou les droits d'enregistrement, qui ont déjà fait preuve d'une volatilité certaine par le passé. Tout projet de budget doit impérativement privilégier le principe de précaution en la matière.

30 *Statistiques en bref, 99/2007, La protection sociale dans l'Union européenne, 24 juillet 2007.*