

Chapitre 1

LA SITUATION ECONOMIQUE ET
FINANCIERE

1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10

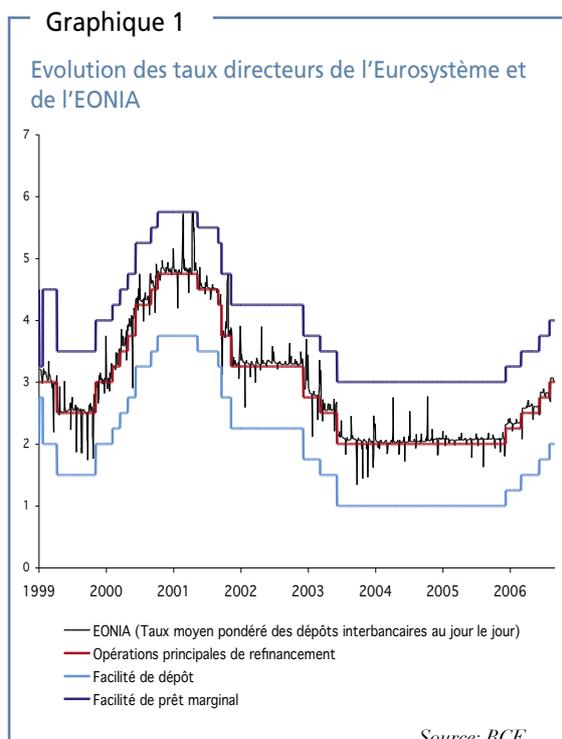
1.1	La situation économique dans la zone euro	14
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	14
1.1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les IFM	15
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	16
1.1.4	Les marchés boursiers	17
1.1.5	Les taux de change de l'euro	18
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	19
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	20
1.1.8	Le commerce extérieur	23
1.1.9	La balance des paiements	24
1.2	La situation économique au niveau de la Grande Region	25
1.3	La situation économique au Luxembourg	27
1.3.1	L'évolution des prix et des coûts	27
1.3.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	27
1.3.1.2	Les prix à la production industrielle	30
1.3.2	L'industrie	32
1.3.3	La construction	33
1.3.4	Le commerce et les autres secteurs	34
1.3.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	34
1.3.6	Le marché du travail	35
1.3.6.1	L'emploi	35
1.3.6.2	Le chômage	37
1.3.6.3	Les coûts salariaux	38

1.3.7	Le secteur financier	39
1.3.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	39
1.3.7.2	Les établissements de crédit	40
1.3.7.3	Les organismes de placement collectif	63
1.3.8	Le commerce extérieur	67
1.3.9	La balance des paiements	67
1.3.9.1	Le compte courant	67
1.3.9.2	Le compte financier	68
1.3.10	La croissance économique	69
1.3.10.1	Comptes nationaux annuels:	
	Révisions apportées à la croissance annuelle du PIB réel	69
1.3.10.2	Comptes nationaux trimestriels:	
	Estimation préliminaire de la croissance pour le premier trimestre 2006	70
1.3.11	Les finances publiques	71

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 à deux reprises au premier semestre, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé en août de relever les taux d'intérêt de 25 points de base pour la troisième fois de l'année en cours. Le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement s'inscrit donc désormais à 3,00%, tandis que les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été portés, respectivement, à 2,00% et 4,00%.



Les décisions du Conseil des gouverneurs tiennent compte des risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme et permettent de maintenir solidement l'ancrage des anticipations d'inflation; en effet, certains indicateurs signalent que les anticipations d'inflation à court et à moyen termes ont légèrement augmenté en 2006, bien que les anticipations d'inflation à plus long terme restent ancrées solidement.

S'agissant de l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat le glissement annuel de l'IPCH s'est

établi à 2,3% en août, après 2,3% au premier trimestre, 2,5% au deuxième trimestre et 2,4% en juillet. La montée des tensions inflationnistes est largement imputable à l'évolution des prix de l'énergie et plusieurs risques à la hausse subsistent, notamment des effets de second tour découlant d'une évolution plus dynamique que prévue des coûts salariaux, des répercussions des hausses des prix pétroliers sur les prix à la consommation plus fortes qu'anticipées, et de nouvelles hausses des prix administrés et de la fiscalité indirecte.

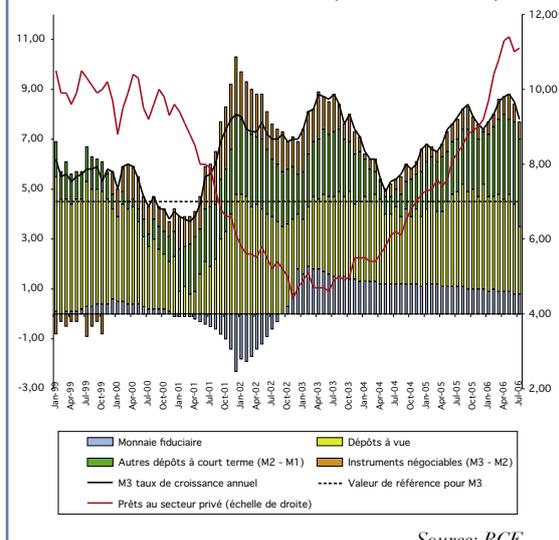
Les développements économiques les plus récents confirment aussi le scénario de référence selon lequel la croissance économique se renforce au cours de l'année: si au premier trimestre 2006 une croissance économique de 2,0% en rythme annuel avait été enregistrée, le taux de croissance annuel du PIB en volume fut de 2,4% au deuxième trimestre. Pour 2006 la BCE prévoit une croissance de 2,2-2,8% pour 2007 la projection est de 1,6-2,6%. Les développements sur le marché du travail montrent d'ailleurs que l'accélération de l'activité s'est faite en parallèle avec une réduction progressive du taux de chômage: ce dernier est tombé de 8,8% en début 2005 à 7,8% en mi-2006, indiquant que le redressement économique dans la zone euro est plus soutenable que l'année passée.

La décision du Conseil des gouverneurs de relever les taux directeurs de l'Eurosystème de 25 points de base, début août, s'explique donc par la montée des tensions inflationnistes dans le contexte d'un raffermissement des perspectives de croissance.

L'ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire s'explique également par rapport aux développements monétaires qui ont signalé des risques accrus pesant sur la stabilité des prix à moyen et à long termes. La croissance de la masse monétaire s'est renforcée davantage au cours du deuxième trimestre pour s'établir à 8,8% en mai, en juin et juillet, le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à respectivement 8,5% et 7,8%, demeurant nettement supérieur à sa valeur de référence de 4,5%. Par conséquent, l'abondance de liquidité accumulée dans la zone euro s'est accentuée et la masse monétaire continue à excéder le volume requis pour assurer une croissance non-inflationniste.

Graphique 2

Evolution de la monnaie et des prêts au secteur privé



Source: BCE

La dynamique monétaire continue à s'expliquer par l'évolution des composantes les plus liquides de M3, tirées par l'effet stimulant du faible niveau des taux d'intérêt qui implique que les coûts d'opportunité associés à la détention d'actifs monétaires liquides sont relativement peu élevés. Le faible niveau des taux d'intérêt a également alimenté la croissance des prêts des IFM au secteur privé, notamment des prêts au logement. Le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé dépasse d'ailleurs les 10% depuis février 2006; en mai, leur taux de croissance avait atteint un sommet de 11,4%.

1.1.2 Les taux d'intérêt appliqués par les IFM

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, composée par les sociétés non financières et les ménages de la zone euro.

Le relèvement de 75 points de base du taux de refinancement de l'Eurosystème, sur la période s'étendant de décembre 2005 à juin 2006, a entraîné une hausse des taux débiteurs et créditeurs des banques de la zone euro. Ce resserrement monétaire vise en grande partie à corriger les effets inflationnistes générés par la forte hausse des prix des produits énergétiques ainsi que des prix immobiliers enregistrés dans la plupart des pays de la zone.

Durant le premier semestre 2006, 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 51 points de base, passant de 3,49% en décembre 2005 à 4,00% en juin 2006; cette hausse représente 68% de la hausse globale du taux de refinancement de l'Eurosystème (75 points de base) sur cette même période. Notons que le segment de PFTI décrit ici ne sert pas de référence commune pour l'ensemble des banques de la zone euro dans la mesure où, dans certains pays, les consommateurs optent pour des contrats dont le taux d'intérêt est partiellement ou totalement fixé pour la durée du crédit, tandis que dans d'autres ce sont plutôt les contrats à taux d'intérêt variable qui servent de référence.

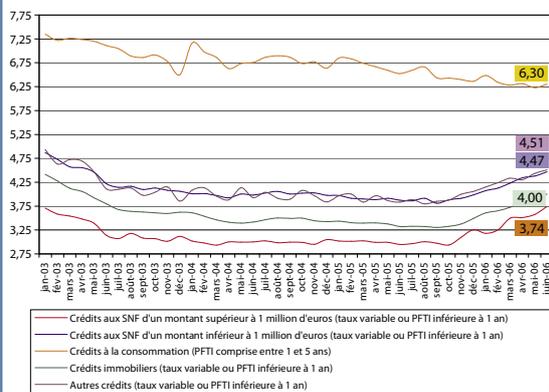
Le coût des crédits autres qu'immobiliers avec une PFTI inférieure à un an s'est apprécié de 45 points de base entre décembre 2005 (4,06%) et juin 2006 (4,51%). Notons enfin que le coût des crédits à la consommation, avec une PFTI comprise entre un et cinq ans, a perdu six points de base entre décembre 2005 (6,36%) et juin 2006 (6,30%).

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, s'est accru de 48 points de base entre décembre 2005 (3,99%) et juin 2006 (4,47%). Il en va de même pour les crédits aux SNF dont le montant est supérieur à un million d'euros, le taux débiteur correspondant étant passé de 3,25% en décembre 2005 à 3,74% en juin 2006. Il convient de noter 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.

Il semble évident que seule l'évolution des taux débiteurs des crédits à la consommation paraît déconnectée de celle des conditions de financement du marché à court et moyen terme; pour l'ensemble des autres taux débiteurs, la progression entamée dès la fin du dernier trimestre 2005 rend compte des hausses du taux de refinancement de l'Eurosystème. Toutefois plusieurs facteurs, en particulier le fait que la transmission des taux courts ne soit pas univoque sur l'ensemble de la courbe des taux et qu'un même segment de PFTI peut regrouper des maturités très différentes, incitent à relativiser ce point.

Graphique 3

Evolution des taux d'intérêt appliqués par les banques de la zone euro aux crédits accordés aux ménages et aux SNF

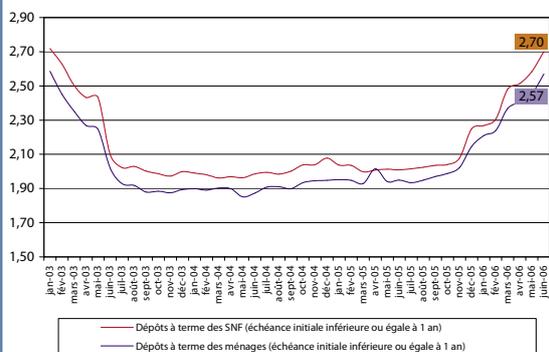


Source: BCE

Sur le plan des taux créditeurs, la rémunération des dépôts des SNF, de maturité inférieure à un an, a progressé plus vite que celle des dépôts des ménages de maturité équivalente durant la période sous revue. Cette dernière est passée de 2,15% en décembre 2005 à 2,57% en juin 2006, soit une progression de 42 points de base, tandis que dans le même temps, la rémunération des dépôts des SNF progressait de 45 points de base, passant de 2,25% à 2,70%. Les montants moyens déposés par les SNF sont bien entendu beaucoup plus élevés que ceux des ménages, ce qui explique en grande partie cette évolution.

Graphique 4

Evolution des taux d'intérêt appliqués aux dépôts ayant une maturité inférieure ou égale à un, par les banques de la zone euro



Source: BCE

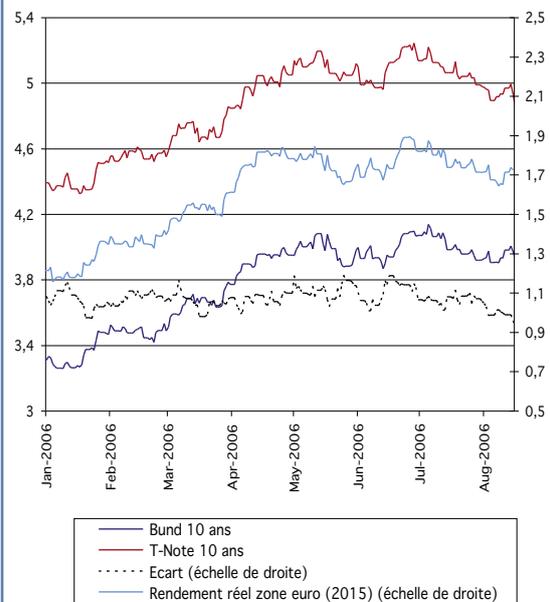
1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme

Entre fin mai et mi-août 2006, les rendements des titres publics à long terme se sont légèrement repliés. Le faible recul des rendements obligataires à long terme observé pour la période sous revue fait suite à une hausse prolongée discernable depuis septembre 2005 lorsqu'un creux historique avait été atteint dans la zone euro. Alors que le bas niveau des rendements enregistré l'année passée fut largement attribuable à des facteurs structurels, notamment à la demande accrue émanant des investisseurs institutionnels dont surtout les fonds de pension, entre fin mai et la mi-août 2006 l'évolution des rendements obligataires fut davantage influencée par des développements de nature conjoncturelle.

Depuis fin mai, les rendements des titres publics à long terme de la zone euro ont été globalement stables, reculant d'un point de base pour s'inscrire à 3,97% le 15 août 2006; aux Etats-Unis, le recul des rendements obligataires fut plus prononcé (20 points de base) et en mi-août les rendements des emprunts publics à dix ans se sont établis à 4,93%. Ainsi, l'écart entre les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro s'est réduit.

Graphique 5

Les rendements des titres publics à long terme



Source: Bloomberg

Note: Le rendement réel est dérivé de l'obligation émise par le Trésor français indexée à l'IPC de la zone euro (hors tabac).

La chute des marchés boursiers en mi-mai s'est répercutée sur les marchés obligataires. Le repli des cours boursiers en mai fut en partie attribuable au renforcement de l'aversion au risque des investisseurs, développement qui a conduit au réaménagement des portefeuilles en faveur de «valeurs refuges» tels les titres publics à long terme. La demande accrue pour les valeurs refuges a exercé une pression haussière sur les prix des titres publics, ce qui a fait baisser les rendements en raison de la relation inverse entre ceux-ci et les prix des obligations.

Ces développements expliquent pourquoi les rendements obligataires ne se sont pas inscrits en hausse jusqu'en mi-juin, quand les cours boursiers ont commencé à remonter. D'autres éléments ont cependant eu un impact sur les marchés obligataires. Les perspectives de croissance se sont améliorées en juin, surtout dans la zone euro, comme en témoigne l'évolution des rendements réels; par conséquent, les rendements des emprunts publics à dix ans se sont redressés plus fortement dans la zone euro qu'aux Etats-Unis et à partir de juin l'écart entre les rendements obligataires des deux côtés de l'Atlantique commençait à diminuer.

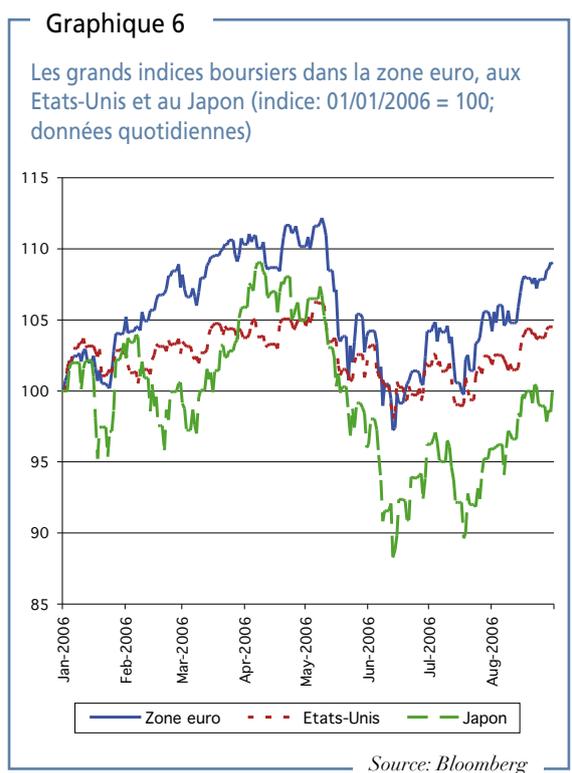
Cependant, les marchés se sont attendus de plus en plus à une pause dans le cycle de resserrement monétaire aux Etats Unis, particulièrement suite à la déclaration semestrielle du président du Système fédéral de réserve ainsi qu'à la publication du compte rendu de la réunion du Comité fédéral de l'open market accompagnant la décision de la Réserve fédérale de relever son taux directeur de 25 points de base le 29 juin. Cette pause s'est effectivement manifestée alors que les inquiétudes concernant les perspectives économiques ont renforcé l'impact de ces éléments sur les rendements obligataires, le raffermissement des craintes inflationnistes a sans doute exercé un effet modérateur. Depuis juillet, l'aggravation des tensions au Moyen-Orient a également eu un impact baissier sur les rendements en raison de nouveaux arbitrages de portefeuille en faveur de valeurs refuges. Ces tensions géopolitiques ont aussi affecté les rendements des emprunts publics de la zone euro.

Début août, les rendements obligataires s'inscrivaient toujours en baisse, le fléchissement des rendements étant cependant plus prononcé aux Etats-Unis. Ainsi, l'écart entre les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro a diminué davantage pour s'établir aux environs de 96 points de base le 15 août.

1.1.4 Les marchés boursiers

Si en début d'année les cours boursiers américains et ceux de la zone euro ont atteint des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 2001, les marchés se sont toutefois fortement repliés en mai et début juin dans un climat d'incertitude accrue. Lors de la période sous revue, les arbitrages de portefeuille en faveur de «valeurs refuges» comme les emprunts publics ont eu un effet baissier sur les marchés boursiers, alors que les cours ont été soutenus par le niveau toujours élevé des bénéfices effectifs et anticipés.

Entre fin mai et mi-août, le Dow Jones EuroStoxx et le Standard and Poor's 500 ont progressé de respectivement 3% et de 1%, pour s'établir à 351,75 points et 1 285,58 points en fin de période. L'indice japonais a progressé de 2% pour clôturer la période à 15 816,19 points.



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.

Après une progression prolongée des principaux marchés boursiers, les cours américains et ceux de la zone euro se sont fortement repliés en mai, érodant au cours de quelques semaines tous les gains enregistrés depuis le début de l'année; le repli du Nikkei fut encore nettement plus rapide et plus important. Plusieurs raisons ont été avancées concernant le fléchissement rapide et significatif des marchés boursiers. L'explication principale fournie dans ce contexte est une augmentation considérable de l'aversion au risque des investisseurs qui a conduit à des réaménagements de portefeuilles au détriment des actions et en faveur des «valeurs refuges» comme les titres publics. Aux Etats-Unis, l'incertitude relative aux futures décisions de politique monétaire et des anticipations d'inflation plus élevées ont sans doute également joué un rôle; dans la zone euro, le repli des cours fut cependant plus prononcé qu'aux Etats-Unis, sans doute pour partie en raison de l'appréciation de l'euro face au dollar et malgré des révisions à la hausse des estimations de bénéfices.

La chute des cours fut interrompue au cours du mois de juin lorsque l'incertitude sur les marchés commença à s'atténuer. Aux Etats-Unis, les opérateurs de marché étaient devenus moins pessimistes quant à l'impact des hausses des taux directeurs sur la croissance économique. Néanmoins, la montée des rendements obligataires exerçait à nouveau un effet baissier sur les cours de bourse. Dans la zone euro, les bénéfices effectifs et attendus étaient toujours élevés; en plus, les perspectives de croissance s'amélioraient. Ces éléments ont soutenu le Dow Jones EuroStoxx.

Le rebond des cours fut toutefois de courte durée et début juillet les marchés se sont à nouveau inscrits à la baisse suite à la montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et à la nouvelle flambée des prix de l'énergie; l'incertitude sur les marchés boursiers demeura également élevée. Depuis mi-juillet, les cours se sont cependant redressés dans la zone euro et aux Etats-Unis, sous l'effet des résultats effectifs et attendus très propices et la baisse des rendements obligataires a également apporté son support aux marchés boursiers. La hausse des taux directeurs au Japon le 14 juillet, la première depuis plus de cinq ans, n'a guère eu d'impact sur le Nikkei.

1.1.5 Les taux de change de l'euro

Après une période de plusieurs mois lors de laquelle l'euro s'est apprécié face aux devises des principaux partenaires commerciaux de la zone, la monnaie unique est restée pratiquement inchangée entre fin mai et mi-août en dépit de fluctuations parfois importantes. Au cours de la période sous revue, le taux de change effectif nominal¹ s'est affaibli d'environ 0,3% et le taux de change bilatéral de l'euro face au dollar s'est replié de 0,2% pour s'établir à USD 1,28 le 15 août 2006.

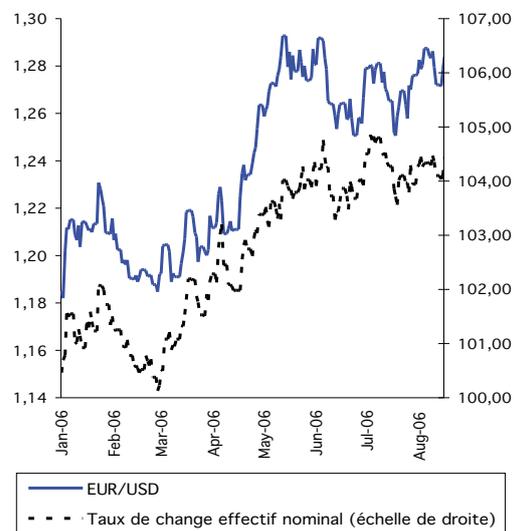
Début mai, l'euro avait atteint presque USD 1,30. La tendance positive de l'euro, discernable de mars à mai, fut dans une grande mesure imputable à l'affaiblissement généralisé du dollar américain; en effet, lors de cette période les opérateurs de marché attribuaient une importance accrue au déficit du compte courant américain, ce qui exerçait une pression baissière sur la devise américaine. A partir de mai, les anticipations relatives aux resserrements monétaires des deux côtés de l'Atlantique liées aux développements conjoncturels jouaient à nouveau un rôle nettement plus important que les éléments de nature plutôt structurelle.

Si lors de la période sous revue le taux de change euro-dollar est resté globalement inchangé, l'évolution de la monnaie unique face aux autres devises comprises dans le panier du taux de change effectif nominal fut plus contrastée. Or, il y a lieu de constater que l'euro s'est replié envers la livre sterling qui intervient avec un poids de presque 20% dans le calcul du taux de change effectif, alors qu'il s'est progressivement apprécié face au yen japonais et au franc suisse; face à la devise japonaise, l'euro a d'ailleurs atteint des sommets continus à partir de juin.

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

Graphique 7

Les taux de change de l'euro



Sources: Bloomberg, BCE

La chute des cours boursiers en mai conduisait à des arbitrages de portefeuilles en faveur de «valeurs refuges» dont surtout les titres publics américains, ce qui soutenait le dollar jusqu'en mi-juin. En dépit de ces développements sur les marchés boursiers, début juin l'euro se rapprocha à nouveau des USD 1,30 suite aux anticipations d'un resserrement monétaire plus marqué que prévu par la Banque centrale européenne. Par la suite, les opérateurs de marché révisaient leurs anticipations (à court terme) relatives au différentiel croissant des taux directeurs en faveur des Etats-Unis et la monnaie unique se replia avant de s'inscrire à nouveau en hausse; ces développements étaient d'ailleurs liés à la réapparition de craintes inflationnistes aux Etats-Unis.

Suite à la déclaration semestrielle du Président de la Réserve fédérale et à la publication du compte rendu de la réunion du Comité fédéral de l'open market accompagnant la décision de la Réserve fédérale de relever son taux directeur de 25 points de base le 29 juin, les marchés anticipaient de plus en plus une pause dans le cycle de resserrement monétaire du Système fédéral de réserve. En même temps, certains indicateurs de confiance dans la zone euro s'établissaient à des niveaux supérieurs aux attentes des opérateurs de marché, dans un contexte de tensions inflationnistes accrues et de perspectives de croissance plus favorables; ces développements soutenaient l'euro contre une vaste majorité de devises principales.

Néanmoins, l'euro commença à fléchir au cours du mois de juillet, évolution liée aux réaménagements de portefeuille en faveur de valeurs refuges suite à l'aggravation des tensions au Moyen-Orient. Une nouvelle hausse des taux directeurs dans la zone euro devenait cependant de plus en plus probable, alors qu'aux Etats-Unis les marchés s'attendaient à ce que le Système fédéral de réserve ne modifie pas les taux en août, anticipations qui se sont traduites dans les faits par la suite. Ainsi, depuis mi-juillet, l'euro se trouve donc sur une trajectoire haussière.

Le 11 juillet, le Conseil de l'UE a adopté une décision autorisant la Slovanie à rejoindre la zone euro au 1^{er} janvier 2007; le cours pivot a été fixé à 239,640 tolar slovanes par euro.

1.1.6 L'évolution des prix à la consommation

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'IPCH, est demeurée élevée durant les sept premiers mois de 2006, s'établissant entre 2,2% et 2,5%. La contribution de la composante énergie à l'inflation globale a continué d'être importante au cours de cette période, comme le montrent les progressions annuelles proches de 10%.

Le rythme annuel de progression des prix des produits manufacturés hors énergie s'est accru au cours de la période allant de janvier à juillet 2006, passant de 0,2% en janvier à 0,7% en mai et juin et à 0,6% en juillet. Cette accélération pourrait refléter l'émergence graduelle d'effets indirects liés aux hausses des prix des matières premières, en particulier du pétrole.

Le taux annuel des prix des produits alimentaires non transformés a augmenté au cours des derniers mois pour s'inscrire à 3,2% en juillet, alors qu'il se situait encore à 0,6% en mars. La canicule et la sécheresse observées dans la plupart des pays d'Europe risquent d'entraîner davantage d'incidences à la hausse au niveau de cette composante de l'IPCH. La progression annuelle des prix des produits alimentaires transformés s'est inscrite en hausse depuis le début de l'année, quoique dans une moindre mesure, en passant de 1,9% en janvier à 2,3% en juillet.

Le rythme annuel des prix des services n'a également pas affiché de variation particulière entre janvier et juillet 2006. Le niveau encore modéré mais en hausse du taux annuel de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie reflète, entre autres, la poursuite de la modération salariale.

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

	2004	2005	2005 T1	2005 T2	2005 T3	2005 T4	2006 T1	2006 T2	2006 janv.	2006 févr.	2006 mars	2006 avril	2006 mai	2006 juin	2006 juil.	2006 août
IPCH global	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,5	2,5	2,4	2,3
<i>dont</i>																
- Produits alimentaires non transformés	0,6	0,8	0,5	0,8	0,8	1,4	1,4	1,6	2,0	1,7	0,6	1,3	1,5	2,1	3,2	
- Produits alimentaires transformés	3,4	2,0	2,4	1,5	1,8	2,2	2,0	2,2	1,9	1,9	2,3	2,2	2,3	2,2	2,3	
- Produits manufacturés hors énergie	0,8	0,3	0,3	0,3	0,1	0,4	0,3	0,6	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7	0,7	0,6	
- Energie	4,5	10,1	7,6	8,7	12,7	11,1	12,2	11,6	13,6	12,6	10,5	11,0	12,9	11,0	9,5	
- Services	2,6	2,3	2,4	2,3	2,2	2,1	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	2,1	1,8	2,0	2,1	
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,1	1,5	1,6	1,5	1,4	1,5	1,4	1,5	1,3	1,3	1,4	1,6	1,4	1,5	1,6	

Source: Eurostat

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH s'est établie à 2,3% en août après 2,4% en juillet. A noter que cette estimation est entourée d'un certain degré d'incertitude.

S'agissant de l'avenir, l'inflation devrait rester élevée et supérieure à 2% en moyenne en 2006 et 2007, avec des risques orientés à la hausse. En effet, les récentes projections des services de la BCE indiquent que le glissement annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 2,3% et 2,5% en 2006, et entre 1,9% et 2,9% en 2007. Par rapport aux projections des services de l'Eurosystème de juin 2006, ces fourchettes impliquent une révision à la hausse du profil de progression de l'IPCH.

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

Après un repli au dernier trimestre de 2005, la reprise modérée de l'activité économique entamée depuis le troisième trimestre de 2003, s'est replacée sur un sentier de croissance consolidée au cours des premiers mois de 2006. Les estimations relatives aux comptes nationaux pour le premier trimestre de 2006 ont confirmé que la progression du PIB réel s'est raffermie, atteignant un rythme trimestriel de 0,6%, après 0,3% au trimestre précédent. La dernière estimation rapide de la croissance du PIB pour le deuxième trimestre 2006 qui s'établit à 0,9% – la meilleure performance depuis six ans – corrobore ce redémarrage de l'activité.

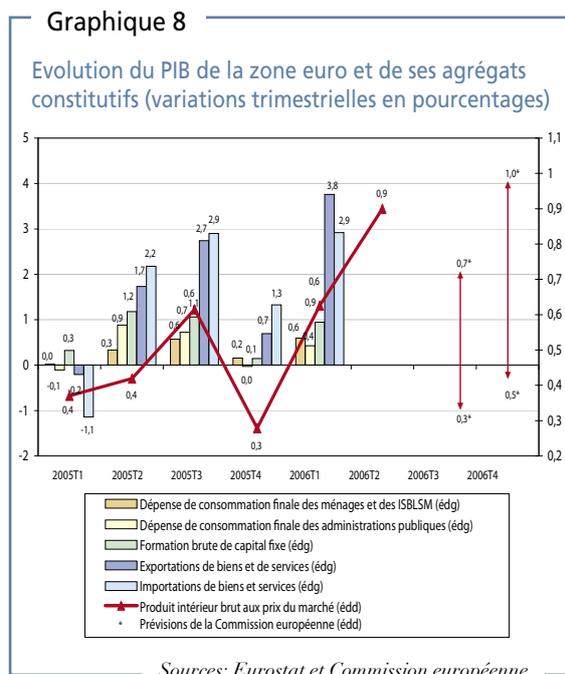
Plus en détail, l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses révèle que la croissance affichée au premier trimestre de 2006 résulte tant d'une contribution accrue de la demande domestique

(hors stocks) (0,6pp après 0,1pp au dernier trimestre de 2005) que des exportations nettes (0,3pp contre une contribution négative de l'ordre de 0,2pp au quatrième trimestre de 2005) alors qu'en parallèle la variation des stocks qui avait été le pilier de la croissance au cours du précédent trimestre (0,4pp) a ponctionné la progression du PIB au premier trimestre 2006 (-0,4pp).

Le rebond de la contribution de la demande domestique (hors stocks) au cours du trimestre sous revue est principalement attribuable au redressement notable de la consommation privée qui a contribué à hauteur de 0,3pp à la croissance après seulement 0,1pp au trimestre précédent. Cette évolution semble d'une part, avoir été portée par les améliorations survenues sur le marché du travail et, d'autre part, reflète le regain de confiance des consommateurs. La formation brute de capital fixe a elle aussi contribué positivement à la croissance de la demande domestique au cours du premier trimestre (0,2pp après 0,0pp au dernier trimestre de 2005) en phase avec l'environnement favorable créé par des conditions de financement toujours propices, la hausse de la demande mondiale et les gains de rentabilité et d'efficacité réalisés par les entreprises. Par ailleurs, la part contributive de la demande publique s'est fixée à 0,1pp après une contribution nulle au cours du quatrième trimestre de 2005.

La contribution des exportations nettes s'est également redressée en début d'année atteignant 0,3pp alors qu'elle amputait encore la progression du PIB de l'ordre de 0,2pp au cours du trimestre précédent. Ceci découle d'une accélération plus importante de la croissance des exportations que des importations. S'agissant des

exportations, cette évolution a été soutenue par un environnement économique favorable alors que dans le même temps le sentier emprunté par les importations s'explique, en partie, par la croissance plus rapide de la consommation privée.



Les projections de la croissance annuelle du PIB en volume de la Commission européenne et de l'OCDE pour 2006 et 2007 tablent sur une consolidation progressive de l'activité économique. Les dernières projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème de la BCE de septembre 2006 relatives à la croissance du PIB en volume affichent quant à elles une progression du PIB comprise entre 2,2% et 2,8% pour 2006 et entre 1,6% et 2,6% pour 2007. A noter que ces projections ont été révisées à la hausse pour 2006 comme pour 2007 par rapport aux projections de l'Eurosystème de juin 2006. Cette révision résulte à la fois des bons résultats désormais connus pour le premier semestre de l'année courante - et surtout pour le deuxième trimestre (+0,9% pour le PIB réel en variation trimestrielle) -, mais aussi, parmi plusieurs autres facteurs, d'un jugement plus optimiste par rapport à la future évolution de la demande interne.

De fait, sur le plan interne, la croissance de la consommation privée devrait bénéficier de la hausse du revenu disponible réel dans le contexte d'une progression plus

forte de l'emploi et être affectée dans son profil par les hausses importantes de taxations indirectes décidées pour 2007; elle pourrait ainsi se fixer dans des intervalles de 1,8% et 2,2% en 2006 et de 0,9% et 2,1% en 2007. Les conditions de financement très favorables, les excellents résultats des sociétés et les restructurations d'entreprises ont créé un environnement propice à l'investissement qui pourrait se situer entre 3,0% et 4,6% en 2006 et entre 2,1% et 5,3% en 2007. La croissance annuelle de la consommation publique a quant à elle été révisée à la baisse pour 2006 et devrait demeurer modeste s'établissant dans des fourchettes de 1,0% et de 2,0%, et de 0,7% et 1,7% respectivement au cours des deux années de projections sous revue.

Les hypothèses quant à la croissance de l'économie mondiale ont été révisées à la hausse, et ceci malgré une vue moins optimiste qu'auparavant de la croissance aux Etats-Unis: en effet, ce serait surtout le dynamisme de l'activité économique dans l'Asie émergente qui devrait plus que compenser ce ralentissement du côté de la plus grande économie du Monde. Ainsi, la croissance du PIB mondial (moins la zone euro) atteindrait 5,2% en 2006 et 4,9% en 2007. Dans ce contexte, la progression annuelle des exportations de la zone euro qui devrait dès lors se fixer dans des fourchettes de respectivement 6,0% et 8,8% en 2006 et 3,4% et 6,6% en 2007. Parallèlement, sous l'effet du raffermissement de la demande interne présentant un contenu en importations notable, la croissance des importations de la zone euro a elle-aussi été révisée à la hausse et devrait donc se montrer relativement robuste tout au long de l'horizon des projections se fixant dans des intervalles de 5,7% et 8,7% en 2006 et de 3,1% et 6,5% en 2007. Dès lors, en écho à ces évolutions, la contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être pratiquement neutre sur la période de projections. En résumé, ces projections reposent sur un scénario de reprise conjoncturelle classique caractérisé par un redémarrage des exportations en 2004 et qui s'est poursuivi par un redressement de l'investissement des entreprises en 2005 qui va se compléter par une transmission de la dynamique de croissance à la consommation privée.

La situation sur le marché du travail de la zone euro a continué de s'améliorer au cours du premier trimestre de 2006 dans le sillage du redressement de la croissance de l'emploi entamé en 2004. Pour rappel, après s'être fixée à 0,4% en moyenne en 2003, la croissance annuelle de l'emploi s'est consolidée en 2004 puis en 2005 passant de 0,6% à 0,7% en moyenne au cours de ces deux années sous revue. La première publication

Tableau 2 Projections macroéconomiques pour la zone euro (variations annuelles en pourcentage)

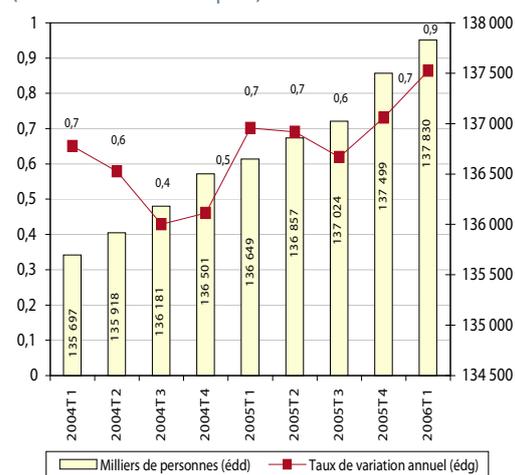
	2005	2006	2007
Prévisions de la Commission européenne			
PIB réel	1,3	2,1	1,8
Prévisions de l'OCDE			
PIB réel	1,4	2,2	2,1
Projections de l'Eurosystème (intervalles)			
PIB réel	1,5	2,2-2,8	1,6-2,6
Consommation privée	1,5	1,8-2,2	0,9-2,1
Consommation publique	1,3	1,0-2,0	0,7-1,7
Formation brute de capital fixe	2,7	3,0-4,6	2,1-5,3
Exportations de biens et de services	4,2	6,0-8,8	3,4-6,6
Importations de biens et de services	5,2	5,7-8,7	3,1-6,5

Sources: BCE, Eurostat, Commission européenne et OCDE

officielle des données trimestrielles relatives à l'emploi total établies à partir des comptes nationaux pour le premier trimestre de 2006 tablent sur une progression de 0,9% en rythme annuel soit 137,8 millions de personnes occupant un emploi. Ceci constitue le taux de croissance le plus élevé enregistré depuis le dernier trimestre de 2003. Les perspectives d'emploi telles qu'esquissées à travers les enquêtes de la Commission européenne et l'indice des directeurs d'achat laissent entrevoir une poursuite de l'embellie de la situation sur le marché du travail pour le deuxième trimestre de 2006. Cette accélération de la progression des créations nettes d'emplois se fait aussi sentir sur le front du chômage qui, après un plafonnement durant toute l'année 2004 autour de 8,9% en moyenne, s'est inscrit en baisse tout au long de l'année 2005 (passant de 8,8% à 8,3% de janvier à décembre soit une moyenne annuelle de 8,6%). Les données disponibles pour le premier semestre 2006 étayaient ce scénario d'embellie puisque le taux de chômage a poursuivi sa baisse graduelle au cours de ces six mois pour afficher un taux de 7,8% en juin 2006, ce qui représente 11,5 millions de personnes sans emploi.

Graphique 9

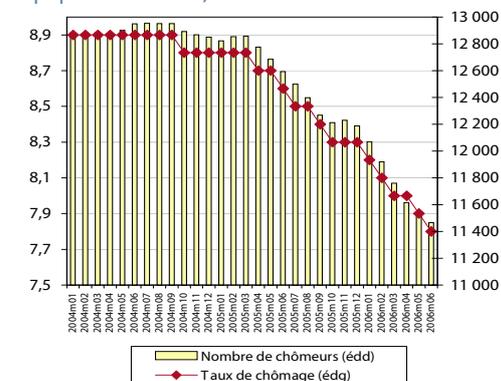
Variation annuelle et niveau de l'emploi total (à l'erreur d'arrondis près)



Source: Eurostat

Graphique 10

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



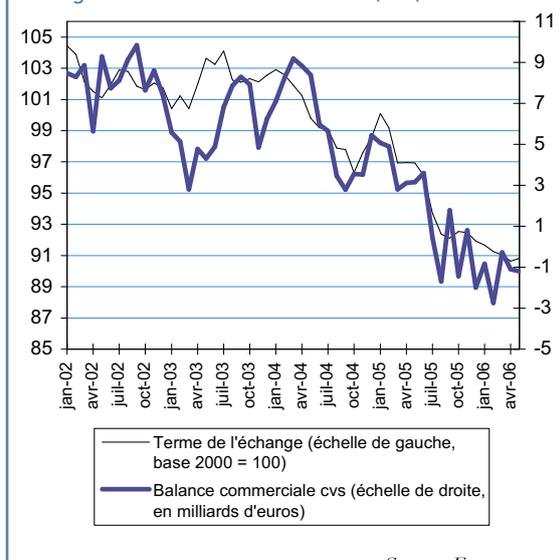
Source: Eurostat

1.1.8 Le commerce extérieur

Le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit de 16 milliards d'euros au premier semestre de 2006 alors qu'il avait dégagé un excédent de 15,2 milliards au même semestre de 2005. Cette sensible détérioration des échanges de biens s'explique par la croissance relativement forte (+18,3%) des importations qui, sous l'effet du renchérissement de l'énergie et des matières premières, ont atteint 681,3 milliards d'euros au premier semestre 2006. Les exportations de la zone euro ont certes enregistré une performance relativement bonne en valeur (+12,6% à 665,3 milliards d'euros), mais elle s'est avérée largement en dessous de la croissance des importations. En termes réels les exportations ont toutefois réalisé une progression plus élevée que celle des importations (8% contre 5,6%). Le différentiel de croissance en valeur provient donc d'une évolution défavorable au niveau des prix relatifs. La hausse de 12,5% enregistrée par les valeurs unitaires à l'importation, comparée à une progression de 4,6% pour les valeurs unitaires à l'exportation, a en effet occasionné une détérioration de 7,1% des termes de l'échange. Cette évolution défavorable, qui est due à la hausse des cours de l'énergie et des matières premières, est à la base de la détérioration du solde commercial de la zone euro (voir graphique 11).

Graphique 11

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

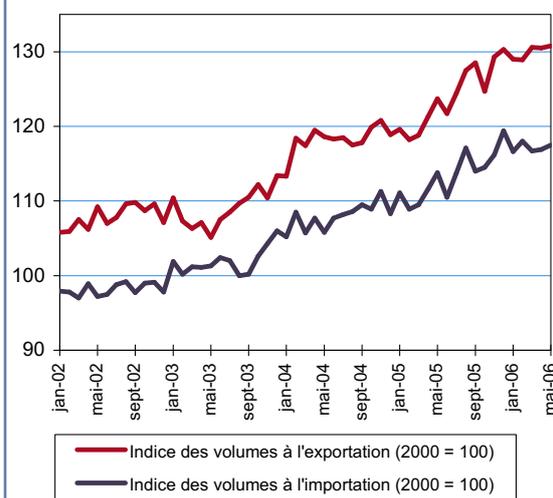


Source: Eurostat

2 A la date d'arrêt de rédaction de ce Bulletin, les données du commerce de juin 2006 vis-à-vis des pays de l'UE-25 non-membres de la zone euro n'étaient pas disponibles.

Graphique 12

Évolution en volumes du commerce extérieur de la zone euro



Source: Eurostat

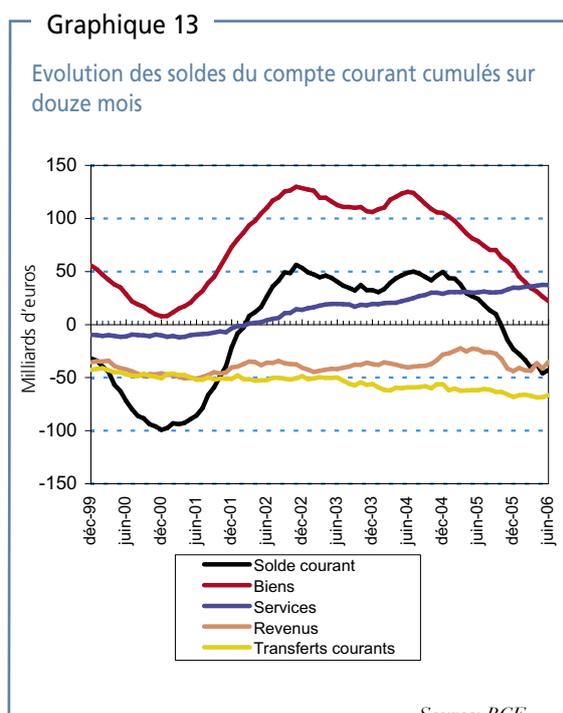
La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que les produits énergétiques ont vu leur déficit grimper de 42,5% à 125,2 milliards d'euros au premier semestre de 2006. De même, le déficit dans les matières premières (14,4 milliards environ) s'est alourdi de 7%. Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le domaine des machines et véhicules a progressé de 7,4% en atteignant 70,4 milliards d'euros. Le surplus sur les produits chimiques et produits connexes (38,3 milliards) a également affiché une forte croissance (+12,7%).

En ce qui concerne les évolutions selon les principaux partenaires commerciaux en dehors de l'UE-25², l'excédent de la zone euro vis-à-vis des États-Unis a progressé de 16,8%, soit 33,8 milliards d'euros sur les six premiers mois de 2005. De même, le surplus commercial vis-à-vis des pays d'Europe Centrale et de l'Est (sans les nouveaux membres de l'UE) s'est amélioré de 7,6% à 6,6 milliards d'euros. En revanche, le surplus vis-à-vis de la Suisse (5,7 milliards) s'est fortement contracté. Sur l'ensemble du premier semestre de 2006, les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (+25,4% pour atteindre 40,7 milliards d'euros), les pays membres de l'OPEP

(+103% à 24,6 milliards), la Russie (+55,8% pour atteindre 25,4 milliards), la Norvège (+57,1% pour atteindre 13,4 milliards) et le Japon (+15% pour atteindre 11 milliards).

1.1.9 La balance des paiements

La balance courante la zone euro s'est soldée par un déficit de 42,7 milliards d'euros sur les douze derniers mois cumulés jusqu'en juin 2006 comparé à un excédent de 24,1 milliards sur la même période s'achevant en juin 2005. Cette sensible détérioration du solde courant s'explique par une évolution défavorable au niveau de toutes les balances partielles, à l'exception des échanges de services. L'excédent cumulé des biens a ainsi chuté à 22 milliards d'euros contre 78,8 milliards sur la période correspondante de 2005. Sous l'effet de l'augmentation des prix de l'énergie et des matières premières, les importations de marchandises ont augmenté en valeur à un rythme plus rapide que les exportations provoquant ainsi l'importante réduction du solde des marchandises (cf. Section 1.1.8 ci-avant). Le compte courant de la zone euro a également souffert d'une évolution défavorable des transferts courants et des revenus dont les déficits se sont nettement alourdis. L'excédent des échanges de services s'est en revanche fortement redressé en atteignant 37,3 milliards d'euros sur les douze derniers mois cumulés jusqu'en juin 2006 contre 30,3 milliards sur la même période de 2005.



Sur les douze derniers mois s'achevant en juin 2006, les flux cumulés du compte financier de la zone euro ont enregistré une importation nette de capitaux de 152,4 milliards d'euros contre 72,2 milliards sur la période correspondante de 2005. Ces entrées de capitaux ont été occasionnées par les investissements de portefeuille (187,4 milliards), par les autres investissements (111 milliards) et par les avoirs de réserve (réduction de 16 milliards). L'engouement des non-résidents pour les titres de la zone euro, particulièrement pour les actions, s'est donc poursuivi au premier trimestre de 2006, et même au deuxième trimestre, malgré le contexte général de forte volatilité observée sur les marchés boursiers internationaux au cours de derniers mois du premier semestre. Les entrées nettes ci-dessus ont été en grande partie compensées par des sorties nettes au titre d'investissements directs (143,5 milliards d'euros). Profitant de meilleures perspectives de croissance notamment aux Etats-Unis, en Grande Bretagne et dans les pays émergents, les entreprises de la zone euro ont poursuivi leurs investissements à l'étranger au cours du premier semestre 2006.



1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU NIVEAU DE LA GRANDE REGION

Le présent examen de l'évolution économique au sein de la Grande Région, qui se compose de la Lorraine, de la Rhénanie-Palatinat, de la Sarre, de la Wallonie et du Luxembourg, constitue une mise à jour de contributions parues antérieurement dans les Bulletins de la BCL³. 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 limitrophes. La situation économique au Luxembourg est décrite séparément au point suivant du présent Bulletin.

En **Lorraine**⁴, l'emploi salarié a enregistré un recul annuel de 0,9% (-3 700 emplois) en 2005. Cette évolution négative était liée essentiellement aux pertes observées dans l'industrie (-6 000 emplois en 2005), que les créations d'emplois dans la construction et les services n'ont compensées que partiellement. Le taux de chômage lorrain est ressorti à 9,8% de la population active fin 2005 (10,0% fin 2004), contre 9,6% pour l'ensemble de l'hexagone. Fin mars 2006, le chômage lorrain s'est stabilisé autour de 9,8%, alors que le taux de chômage de l'ensemble de la France, lui, a poursuivi sa tendance baissière (-0,1 point à 9,5% de la population active). L'INSEE anticipe que le chômage lorrain devrait suivre les évolutions favorables prévues au niveau de la France entière.

L'enquête de conjoncture de la Banque de France dans l'industrie, a confirmé la reprise en 2005 de l'activité industrielle lorraine (1,7% du chiffre d'affaires) ainsi qu'une hausse de 4,5% du chiffre d'affaires dans les services. L'investissement industriel a affiché des taux de progression négatifs, alors que l'investissement dans les services a progressé de 18%. Selon, les chefs d'entreprises lorrains, les perspectives dans l'industrie seraient bonnes pour 2006, avec à la clé une reprise des investissements et des exportations.

En 2005, l'activité dans la construction lorraine a été particulièrement dynamique, surtout en raison des logements collectifs. En effet, le nombre de logements commencés a augmenté de 9% par rapport à l'année précédente (15% de croissance pour les logements collectifs). La forte progression des autorisations de construire au premier trimestre 2006 (50% en ter-

mes annuels), présage favorablement l'activité dans la construction en 2006, en dépit du léger recul des mises en chantier de logements (-7%) au premier trimestre.

La Lorraine, contrairement à l'ensemble de la France, a affiché en 2005 un recul annuel de 3,4% de ses exportations en raison des secteurs automobile et sidérurgique. Par contre, les exportations lorraines ont augmenté de 4,7% au premier trimestre 2006 en raison de la bonne performance des secteurs des biens intermédiaires et d'équipement.

En 2005, la croissance du PIB réel de la **Rhénanie-Palatinat**⁵ ne s'est établie qu'à 0,6%, contre quelque 1,9% l'année précédente. Cette diminution de la croissance s'explique dans une grande partie par le recul prononcé de la valeur ajoutée brute (VAB) dans la construction (-8,1% en termes annuels). La demande extérieure est restée le principal moteur de la croissance économique en 2005. Les services, qui représentent deux tiers du PIB, ont contribué davantage que l'industrie en raison notamment de la bonne performance des sous-secteurs commerce, transport, finances, location et services aux entreprises. La progression de la productivité du travail a été de 0,7% en 2005, dépassant celle du PIB. Ceci s'explique par le léger recul de l'emploi (-0,1%). La diminution de l'emploi total masque des évolutions divergentes au niveau des différents secteurs. En effet, l'emploi a progressé dans les services (+0,8% par rapport à 2004), alors qu'il a diminué dans l'industrie (-2,1%) et la construction (-3,3%). Ainsi, le taux de chômage a augmenté de 1,1 point de pourcentage pour ressortir à 8,8% de la population active. Concernant l'inflation, le rythme de progression de l'indice des prix à la consommation de la Rhénanie-Palatinat a atteint 2,1% en moyenne en 2005, soit 0,5 point de pourcentage de plus que l'année précédente.

La croissance du PIB en volume de la **Sarre**⁶ a décéléré pour s'établir à 2,5% en 2005, contre 3,6% en 2004. La Sarre a ainsi connu en 2005 le taux de croissance le plus important de tous les «Länder». A rappeler que l'économie sarroise avait affiché des taux de croissance négatifs en 2002 (-1,1%) et 2003 (-0,6). Le taux de croissance particulièrement élevé de 2004 a donc cer-

³ Cf. Bulletins 2002/1, 2003/1, 2004/2 et 2005/2 de la BCL.

⁴ Les commentaires relatifs à la Lorraine sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques (INSEE), plus particulièrement sur le document intitulé «Economie Lorraine – numéros 58-59 – Bilan 2005».

⁵ Les commentaires relatifs à la Rhénanie-Palatinat sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Rhénanie-Palatinat (Statistisches Landesamt Rheinland-Pfalz).

⁶ Les commentaires relatifs à la Sarre sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Office statistique de la Sarre (Statistisches Landesamt Saarland).

tainement reflété l'effet de base découlant des reculs du PIB en volume enregistrés les deux années précédentes. Ceci permet de relativiser le ralentissement de la croissance observé en 2005. Les différents secteurs de l'économie sarroise, hormis le secteur horeca, ont affiché des taux de croissance positifs de leur valeur ajoutée. En effet, la valeur ajoutée a progressé en 2005 de respectivement 6,1% dans l'industrie, de 4,4% dans la construction et de 2,1% du côté des finances, location et services aux entreprises. Néanmoins, la construction sarroise a encore affiché un recul de l'emploi de 5,9%. Malgré le développement favorable observé au niveau du PIB, le taux de chômage de la Sarre, avec 11,7% a été plus élevé de 1,7 point de pourcentage en 2005 qu'en 2004. En ce qui concerne l'évolution des prix en Sarre, le rythme de variation de l'indice des prix à la consommation, s'est élevé, en moyenne, à 2,0% en 2005, soit 0,3 point de pourcentage de plus qu'en 2004.

Selon une estimation de l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique (IWEPS), le PIB de la **Wallonie**⁷ aurait progressé de 1,9% en 2005, contre 2,5% en 2004. Les principaux moteurs de la croissance économique auraient essentiellement été les investissements des entreprises et les exportations. Selon des données préliminaires et partielles, la croissance de l'emploi wallon aurait été plus importante en 2005 qu'en 2004. Cependant, le nombre de chômeurs a continué de progresser en Wallonie tout au long de 2005 et au début 2006. La persistance de l'amélioration des anticipations des industriels observée au courant des premiers mois de 2006 devrait dopper la croissance économique en 2006. Selon les prévisions de l'IWEPS, la croissance économique atteindrait 2,4% en 2006. La croissance économique serait en grande partie tirée par les exportations nettes et la consommation privée. La consommation des ménages devrait progresser de 1,5% en termes annuels en 2006, en raison de l'optimisme croissant des consommateurs et du développement favorable du pouvoir d'achat.

⁷ *Les commentaires relatifs à la Wallonie sont essentiellement basés sur des données et publications de l'Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique.*

1.3 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

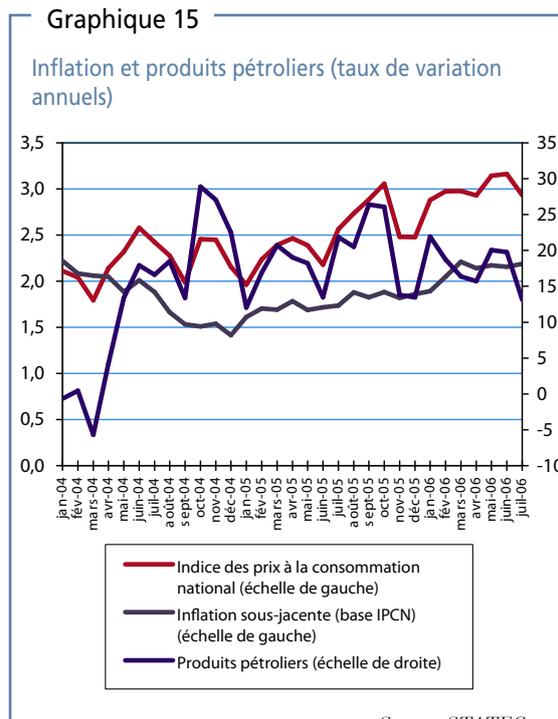
1.3.1 L'évolution des prix et des coûts

1.3.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPC�) a été soutenu au cours de la période allant de janvier à juillet 2006, oscillant dans une fourchette de 2,9% et 3,2%.

Le renchérissement des produits pétroliers explique dans une large mesure le niveau élevé de l'inflation observée au cours des sept premiers mois de l'année 2006. En effet, les prix des produits pétroliers ont affiché des taux de progression annuels compris entre 13,1% et 21,9% pour cette période. Les données de juillet 2006 des prix des produits pétroliers constituent ainsi la cinquième hausse mensuelle enregistrée depuis le début de l'année, renforçant ainsi sensiblement le coût supporté par l'économie luxembourgeoise.

Le rythme annuel de l'inflation sous-jacente⁸ est passé de 1,9% en janvier à 2,2% en mai, juin et juillet 2006, poursuivant ainsi la tendance haussière entamée début 2005 et témoignant de l'accentuation de pressions inflationnistes plus générales. Dans ce contexte, il convient de souligner que le taux annuel des prix des services a été supérieur à 3% au cours de la période allant de mars à juillet 2006.



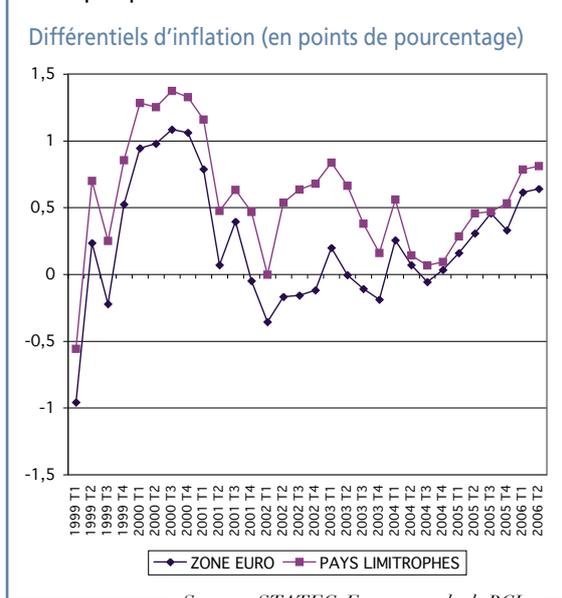
A noter que l'inflation annuelle mesurée selon l'indice harmonisé (IPCH) a fluctué entre 3,4% et 4,1% depuis le début de l'année.

Comme illustré au graphique suivant, les différentiels d'inflation⁹ du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes se sont détériorés au cours des deux premiers trimestres de 2006. Les écarts d'inflation par rapport à la zone euro ont atteint respectivement 0,62 et 0,64 point de pourcentage au premier et deuxième trimestres 2006, tandis que les différentiels par rapport aux pays limitrophes ont été de respectivement 0,78 et 0,81 point de pourcentage. Sur la période janvier 1999-juillet 2006, l'IPC� du Luxembourg a progressé de 21,1%, tandis que les IPCH de la zone euro et des pays limitrophes ont augmenté respectivement de 17,8% et de 14,9%.

⁸ Le STATEC établit la série en question en excluant de l'indice national global les pommes de terre, le café, le thé, les infusions, le cacao, le chocolat en poudre, le gaz de ville, le gaz naturel, le gaz liquéfié, les combustibles liquides, les combustibles solides, le gas-oil, l'essence, les lubrifiants, les additifs ainsi que les fleurs.

⁹ Taux de variation annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPC�) 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 16



Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-août, l'euro cotait aux environs de 1,28 USD/EUR, soit pratiquement au même niveau que lors des prévisions datant de juin 2006¹⁰. Le prix du Brent s'est quant à lui établi autour de 76,2\$/bl et les marchés à terme anticipent une accélération graduelle vers un niveau de 78\$/bl en juin 2007 – légèrement supérieur aux hypothèses de l'exercice précédent. En somme, la stabilisation de l'euro et l'envolée du prix du pétrole exprimé en dollar ont entraîné une révision à la hausse, en moyenne de 4%, des hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3 Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2004	2005	2006	06-T1	06-T2	06-T3	06-T4	07-T1	07-T2
Prix du pétrole (Brent) en \$	38,3	54,4	71,0	61,9	70,1	75,6	76,5	77,4	77,9
Taux de change \$/€	1,24	1,24	1,25	1,20	1,26	1,27	1,28	1,28	1,28
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	20,7	42,3	29,0	41,8	36,1	17,7	25,2	17,9	9,4

Source: BCL

En ce qui concerne les mesures fiscales du gouvernement, elles demeurent inchangées par rapport à l'exercice précédent. Deux mesures, annoncées lors de la déclaration du gouvernement sur la «Situation économique, sociale et financière du pays» à la Chambre des Députés, ont un impact direct sur les prix de l'énergie. Ces mesures consistent en un relèvement du niveau des accises sur l'essence et le diesel de respectivement 20 /1 000l et 12,5 /1 000l à partir du 1^{er} 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; cet impact serait également supérieur à l'effet total des mesures fiscales sur l'énergie mises en œuvre dans le cadre des budgets pour les années 2004 et 2005. L'impact sur l'IPCH serait plus élevé, de l'ordre de 0,2 pp.

En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, les évolutions récentes ont, en moyenne, été en ligne

avec nos projections antérieures. En revanche, au mois de juin, on a pu relever une hausse du prix des cigarettes. Bien que dans son budget pour l'année 2006, le gouvernement n'avait pas décidé de mesure fiscale sur le tabac, les prix ont été relevés à la demande des manufacturiers de tabac. De même, les prix des biens alimentaires non traités et en particulier les prix des fruits et légumes, ont connu des hausses relativement importantes en été, une conséquence directe de la sécheresse prolongée qui a sévi en Europe. Le scénario sous-jacent à nos projections précédentes a ainsi été adapté pour tenir compte de ces deux éléments. Les révisions des hypothèses sur l'évolution du prix du tabac sont notamment un élément crucial pour les projections de l'IPCH excluant l'énergie. Le sous-indice «tabac» est en effet affecté d'une pondération de 11,4% dans l'IPCH et il exerce de ce fait un impact considérable sur l'évolution de l'IPCH.

10 Voir Rapport Annuel 2005 BCL, pp.26-29

Outre ces phénomènes ponctuels, il n'y a pas lieu de signaler de changements particuliers qui exerceraient un impact significatif sur l'inflation au-delà de ce qui avait déjà été annoncé lors de nos projections précédentes. La hausse du prix du pétrole et sa persistance à un niveau élevé a entraîné des hausses des prix à la production industrielle, aussi bien au Luxembourg que dans la zone euro. En revanche, la diffusion du renchérissement des matières premières et des produits industriels aux prix à la consommation tarde à se manifester. L'inflation importée, essentiellement par le biais des prix des biens industriels non-énergétiques importés des pays limitrophes, ne révèle ainsi pas encore de tensions inquiétantes. A l'heure actuelle, les pressions inflationnistes provenant de nos pays voisins, devraient rester limitées. L'Allemagne va certes relever en janvier 2007 son taux de TVA principal de 3 pp, mais cette mesure devrait rester sans incidence sur les prix à la consommation au Luxembourg.

L'accélération des prix à la production industrielle telle qu'on a pu l'observer depuis la fin 2005 dans la zone euro ne résulte probablement pas uniquement de l'envolée du prix du pétrole, mais elle s'est également opérée dans un contexte de raffermissement conjoncturel. Ainsi, au deuxième trimestre 2006, la croissance trimestrielle de 0,9% dans la zone euro a été la plus élevée depuis l'an 2000. Dans ce scénario, l'attention se tourne vers la vitesse avec laquelle l'écart entre la production effective et son niveau potentiel va se rétrécir et risque de provoquer, voire de renforcer les tensions inflationnistes sur le marché des produits. Ce risque est d'autant plus élevé que l'amélioration conjoncturelle est associée à une franche embellie sur le marché du travail, en l'occurrence une progression de l'emploi et une baisse du taux de chômage. A l'heure actuelle, l'inflation induit par l'évolution des salaires ne s'est certes pas encore renforcée et la modération salariale observée dans la zone euro constitue un argument pour une évolution modérée des prix à la consommation. Par contre, les risques de tensions sur les salaires, et sur les prix à la consommation se sont accrus.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPCN énergie connaîtrait à l'instar de l'IPCH énergie une évolution encore défavorable au deuxième semestre 2006 et en début 2007. Les taux de variation annuels s'afficheraient certes en décélération, mais en moyenne, ils demeureraient supérieurs à 6%. A la fin de l'horizon de prévision, compte tenu d'un

profil relativement plat du prix du pétrole, les taux de variation annuels convergeraient vers un niveau relativement bas, et, de ce fait, la contribution de l'énergie à l'inflation globale baisserait plus fortement (voir graphique). En revanche, étant donné que les marchés à terme n'anticipent pas une dégrue du prix du pétrole, on peut à l'heure actuelle exclure le scénario d'une contribution négative de l'énergie à l'inflation globale. Les projections, comparées à l'exercice précédent, ont été revues à la hausse, en ligne avec les révisions relatives aux hypothèses du prix du pétrole.

En ce qui concerne l'inflation excluant l'énergie, les révisions par rapport à l'exercice précédent sont différentes selon que l'on considère la version IPCH ou IPCN. Les projections relatives aux composantes des services et biens industriels non-énergétiques n'ont pratiquement pas été adaptées et, par conséquent, la projection de l'IPCN excluant l'énergie n'a aussi été que marginalement revue à la hausse. Dans le scénario actuel, elle devrait fluctuer entre 2,0% et 2,2% sur l'horizon de prévision. La légère baisse à 2,0% au premier semestre 2007 repose essentiellement sur l'hypothèse que le relèvement des prix administrés se poursuive à une moindre allure que celle recensée en début 2006. Rappelons que ces prix ont progressé à un taux annuel moyen de 4,2% au premier semestre 2006. En revanche, étant donné l'ajustement du prix des cigarettes, la révision pour l'IPCH excluant l'énergie est considérable, de l'ordre de 0,6pp au deuxième semestre 2006. Compte tenu de cette révision, l'inflation de l'IPCH excluant l'énergie ne connaîtrait plus de baisse en 2006, mais elle s'accélérait de 2,3% au premier semestre 2006 à 2,5% en moyenne sur l'horizon de prévision.

Le taux d'inflation mesuré par l'évolution de l'IPCN global s'est récemment établi autour de 3%. Sur base des projections, l'inflation globale aurait atteint un sommet au deuxième trimestre 2006 et elle devrait ralentir graduellement vers un taux légèrement supérieur à 2% en juin 2007. Cette baisse de l'inflation serait largement attribuable à la décélération de l'inflation des produits énergétiques (voir graphique).

Etant donné le relèvement des prix du tabac, l'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation mesurée par l'IPCH a été nettement revu à la hausse. Il devrait se maintenir à un niveau élevé, de l'ordre de 1,0pp en 2006 et au début 2007. Par contre, en ce qui concerne l'IPCN, l'impact moyen projeté serait de l'ordre de 0,5 pp, un niveau pratiquement inchangé par rapport aux projections de juin.

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

	2004	2005	2006	2006-1 ^{er} sem	2006-2 ^e sem	2007-1 ^{er} sem
IPCN	2,2	2,5	2,9 (0,1)	3,0 (-)	2,8 (0,2)	2,5 (0,2)
IPCN hors énergie	1,8	1,7	2,1 (-)	2,1 (-)	2,2 (0,1)	2,0 (-)
IPCH	3,2	3,8	3,4 (0,4)	3,8 (0,1)	3,0 (0,7)	3,0 (0,4)
IPCH énergie	11,8	14,9	10,7 (1,2)	14,9 (0,3)	6,9 (2,0)	6,4 (1,5)
IPCH hors énergie	2,5	2,4	2,4 (0,3)	2,3 (0,1)	2,5 (0,6)	2,5 (0,2)
Impact des mesures gouvernementales ¹¹ sur l'IPCN, en pp	0,6	0,4	0,6 (0,1)			0,5
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,5	1,4	0,9 (0,3)			1,1 (0,2)

Source: BCL

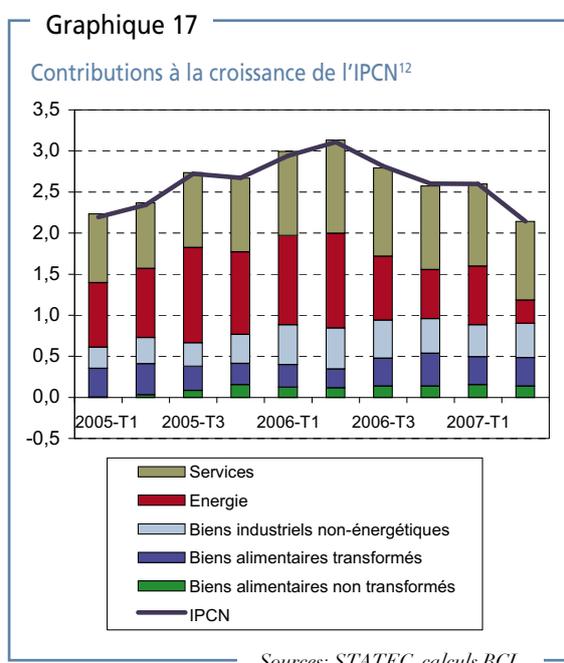
Le paiement effectif de la tranche indiciaire automatique due pour le mois d'août a été reportée au 1^{er} décembre 2006, en accord avec la modulation du mécanisme d'indexation telle que décidée par le gouvernement. Conformément aux mêmes dispositions, il n'y aurait pas de paiement de tranche indiciaire en 2007. De même, compte tenu de l'évolution anticipée du prix du pétrole à un niveau moyen supérieur à 63 \$/bl jusqu'à la fin de l'année 2007, la prochaine tranche indiciaire serait due pour le 1^{er} mars 2008 au plus tôt.

Analyse des risques

Les prévisions décrites ci-dessus constituent le scénario central de la BCL. Elles sont néanmoins entachées d'un certain nombre de risques qui, le cas échéant, peuvent mener à une trajectoire de l'inflation différente de celle anticipée. La décélération projetée de l'inflation globale peut ainsi étonner alors que, par le passé, l'inflation a surtout surpris à la hausse. Cependant, dans un contexte où le niveau du prix du pétrole, bien qu'élevé, est supposé relativement plat, il est normal que les taux de variation annuels de l'énergie convergent graduellement vers zéro. De ce fait, une inflation qui persisterait à un niveau plus élevé qu'escompté devrait provenir soit d'un nouveau saut à la hausse du prix du pétrole, soit d'une hausse de la taxation indirecte, ou encore d'une accélération plus nette de l'inflation à l'exclusion des produits pétroliers. En ce qui concerne ce dernier élément, les risques demeurent orientés à la hausse, surtout dans le contexte où l'on assiste simultanément à une hausse des prix à travers la chaîne de production et une embellie sur le marché du travail.

1.3.1.2 Les prix à la production industrielle

La progression moyenne des prix à la production industrielle au cours de l'année 2005 s'est chiffrée à 8,1%. Cette hausse, inférieure à celle recensée en 2004, année où la progression des prix avait été la plus importante sur les 15 dernières années, tenait avant tout à des effets de base, c'est-à-dire à l'évolution haussière des prix en 2004. Elle masquait notamment une stabilisation du niveau des prix au courant de



¹¹ Regroupant l'impact des prix administrés, de la fiscalité indirecte et des prix du tabac. Pour plus de détails, voir Bulletin de la BCL 2004/3, pp.76-81.

¹² 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.

l'année 2005. Début 2006, cette période de stabilisation des prix a pris fin et les prix ont à nouveau progressé, en moyenne de 2,2% par trimestre aux premier et deuxième trimestres de l'année. Cette évolution se reflète d'ailleurs également dans les taux de variation annuels qui se sont mis à remonter au tournant de l'année (voir graphique).

Deux facteurs ont probablement influé sur la politique des entreprises en matière de prix de vente. D'une

part, le prix moyen du pétrole est passé de 56,9\$/bl au quatrième trimestre 2005 à 75,6\$/bl au troisième trimestre 2006, une hausse des coûts qui a partiellement été transmise aux prix de vente. D'autre part, malgré la hausse du prix du pétrole, la croissance de la demande globale est restée soutenue au début de l'année 2006. Ce sont aussi les prix des biens intermédiaires qui affichent les progressions les plus importantes, probablement une conséquence directe du dynamisme de la demande émanant des pays du Sud-Est Asiatique.

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

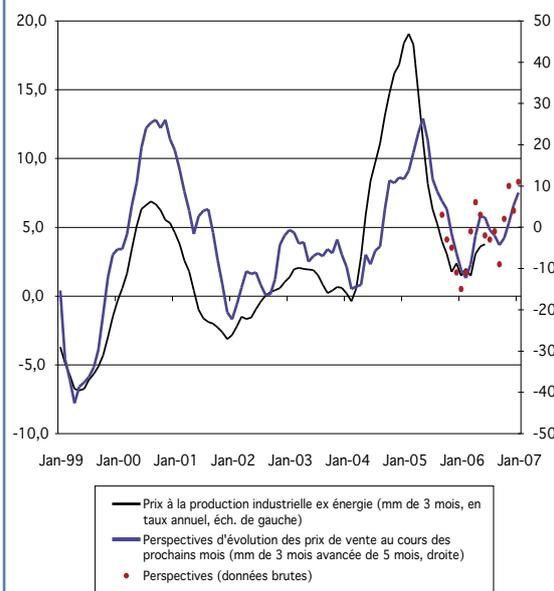
	Parts	2004	2005	2005-T3	2005-T4	2006-T1	2006-T2
Ensemble des produits industriels		9,0	8,1	0,5	1,7	1,9	2,5
Biens intermédiaires		12,8	10,4	-0,6	2,8	1,4	3,2
Biens d'équipement		5,6	0,1	2,7	-1,6	0,0	0,7
Biens de consommation		0,0	0,9	0,0	0,0	0,2	0,5
Biens énergétiques		-1,1	11,2	9,3	-1,0	11,4	2,0

Source: STATEC

Le profil haussier des taux de variation annuel devrait se poursuivre au cours des prochains mois (voir graphique). Après avoir atteint un creux autour de 3% en fin d'année 2005, évolution que laissent d'ailleurs augurer les enquêtes de conjoncture harmonisées, l'indicateur relatif aux perspectives d'évolution des prix indique une poursuite de la hausse de l'inflation pour les prochains mois. Le taux de variation annuel devrait ainsi s'accélérer pour le reste de l'année et s'établir à des niveaux supérieurs à 5% en fin d'année.

Graphique 18

Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée¹³



Sources: Eurostat, BCL

¹³ 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).

1.3.2 L'industrie

Dans le sillage d'une conjoncture internationale propice, le secteur de l'industrie a connu en 2005 pour la troisième année consécutive une évolution très positive et de surcroît supérieure à celle observée dans la zone euro. Cette situation pourtant déjà favorable s'est encore améliorée au début de l'année 2006. Lors

des cinq premiers mois de l'année, les progressions du chiffre d'affaires et de la production par jour ouvrable s'accélérent à respectivement 13,9% et 3,0%. Sous l'influence de la branche de la sidérurgie, ce sont les biens intermédiaires, avec une hausse annuelle de 5% de la production par jour ouvrable, qui connaissent la progression la plus importante.

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

	2004	2005	2006-5mois	2005-T2	2005-T3	2005-T4	2006-T1
Chiffre d'affaires	20,9	2,2	13,9	-2,9	3,7	5,2	14,4
Production du mois	4,5	0,5	2,8	-1,6	4,0	1,9	4,6
Production par jour ouvrable	3,8	2,1	3,0	0,3	6,5	3,2	4,2
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	4,2	3,8	-0,3	3,8	7,7	2,5	0,8
Biens intermédiaires (ppjo)	5,2	-0,6	5,0	-4,5	4,3	2,9	5,8
Biens d'équipement (ppjo)	5,6	12,1	2,9	10,0	24,1	9,2	5,4
Energie (ppjo)	0,1	-0,1	4,3	3,8	-0,7	-2,8	5,5

Source: STATEC

En moyenne, l'évolution récente de la production industrielle a été en ligne avec les résultats que laissent augurer les enquêtes de conjoncture mensuelles (voir graphique). Ces dernières indiquaient notamment une progression du niveau d'activité proche de la tendance moyenne. Plus récemment, l'indicateur de confiance, disponible jusqu'en août 2006, a fluctué autour de sa moyenne historique signalant ainsi pour le troisième trimestre 2006 une poursuite de la trajectoire de croissance de la production industrielle.

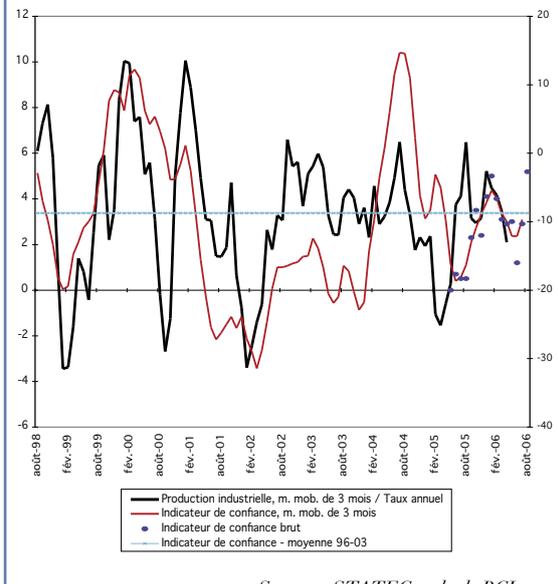
Si les enquêtes mensuelles ne font état que d'une évolution conjoncturelle moyenne, il semble que les enquêtes de conjoncture trimestrielles du mois de juillet confèrent une image nettement plus positive de la situation actuelle. La durée de production assurée est passée de 3,0 mois au premier trimestre 2006 à 3,9 mois au troisième trimestre. Ceci correspond

au niveau le plus élevé recensé sur les dix dernières années. De même le degré d'utilisation des capacités de production a fortement progressé et, à 87%, frôle les sommets historiques. Le pourcentage d'entreprises citant une absence de la demande comme un facteur limitant la production a également baissé. Ces tendances exceptionnelles sont sans doute liées à une conjoncture particulièrement favorable au deuxième trimestre dans la zone euro, notamment en France et en Allemagne.

A terme, les évolutions conjoncturelles récentes devraient aussi aboutir à des investissements dans les capacités de production et des créations d'emplois. Selon les enquêtes semestrielles d'investissements dans l'industrie, le secteur dans son ensemble envisagerait une hausse de ses investissements, de l'ordre de 8%, en 2006 par rapport à 2005.

Graphique 19

Indicateur de confiance et production industrielle¹⁴



Le chiffre d'affaires n'a augmenté que marginalement tandis que la production par jour ouvrable affiche une hausse de 1,2%. Par contre, en ce qui concerne les différentes branches, il semble que la dégradation dans le génie civil ait pris fin et, après deux années consécutives de baisses du niveau d'activité, la situation s'est stabilisée en début de l'année 2006. La branche du bâtiment profite toujours d'un environnement porteur et connaît une croissance annuelle de 1,4% selon l'indicateur de la production par jour ouvrable. Cette tendance favorable devrait s'étendre également sur le reste de l'année et au-delà. Plusieurs indicateurs à court terme relatifs à la demande demeurent notamment au beau fixe. Après une année 2005 exceptionnelle, les autorisations de bâtir relatives aux logements ont encore progressé de 7,4% au premier trimestre et les crédits au logement accordés par les banques s'affichent en hausse de 22% pour la même période. Cependant, l'Eurosystème a récemment accéléré le rythme de resserrement monétaire. Même si les répercussions de la politique monétaire se manifestent uniquement avec un décalage dans les taux hypothécaires appliqués par les banques commerciales (voir pp. 56-60), le renchérissement du coût du crédit sera probablement de nature à tempérer la dynamique exceptionnelle de la demande. De plus, l'impact d'une hausse des taux opère aussi via une hausse de la charge d'intérêts sur les crédits immobiliers en cours, qui se font essentiellement aux taux variables, et qui affecte de ce fait le revenu disponible des ménages.

1.3.3 La construction

L'évolution conjoncturelle dans le secteur de la construction contraste avec les développements récents dans l'industrie. Certes, on note également une légère amélioration en début 2006 par rapport à 2005. Mais, en moyenne, les taux de progression sont peu élevés.

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

	2004	2005	2006-5mois	T3-05	T4-05	T1-06	T2-06
Chiffre d'affaires – Total	-1,1	3,1	0,7	2,1	10,7	-4,2	-
Production par jour ouvrable –Total	-1,3	-0,4	1,2	0,7	3,7	1,3	-
Production par jour ouvrable – Bâtiment	2,9	1,4	1,4	2,6	3,7	1,4	-
Production par jour ouvrable – Génie civil	-14,3	-7,4	0,5	-6,0	5,4	1,1	-
Permis de bâtir ¹⁵	18,2	21,3	-	64,8	21,3	7,4	-
Crédits au logement ¹⁶	5,7	16,6	-	22,5	12,5	22,5	-
Taux hypothécaires	3,4	3,5	3,7	3,5	3,6	3,7	3,7

Source: STATEC

¹⁴ Echelle de gauche pour la production par jour ouvrable, échelle de droite pour l'indicateur de confiance.

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

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

1.3.4 Le commerce et les autres secteurs

A l'instar du secteur de la construction, la branche du commerce présente également un bilan mitigé pour le début de l'année 2006. Le commerce de gros connaît un ralentissement de la dynamique de croissance, une évolution probablement peu surprenante à l'égard de la croissance fulgurante enregistrée en 2005. La situation dans le commerce de détail demeure à son tour inchangée et peu favorable. Le chiffre d'affaires progresse notamment à un taux proche de l'augmentation moyenne des prix à la consommation de sorte que la progression des volumes a quasiment stagné.

Conformément aux attentes, l'hôtellerie et les restaurants affichent un recul de leur niveau d'activité au premier trimestre 2006. Cette dynamique défavorable témoigne moins de problèmes structurels que d'un niveau de base, en l'occurrence la demande exceptionnellement élevée au premier semestre 2005 dans le contexte de la présidence de l'Union européenne assumée par le Luxembourg. Seules les immatriculations de voitures présentent un signe d'amélioration de la consommation au Luxembourg. Après une année de stagnation en 2005, elles progressent en moyenne de 6,4% au premier semestre 2006 par rapport à la même période de l'année précédente.

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

	2004	2005	2005-T3	2005-T4	2006-T1	2006-T2
Immatriculations de voitures	10,0	1,6	5,7	-3,2	-2,7	15,5
Commerce de gros	4,6	17,9	17,6	17,6	4,7	-
Commerce de détail	4,3	2,3	4,0	0,3	2,4	-
Hôtels et restaurants	0,9	8,8	8,3	9,5	-2,8	-

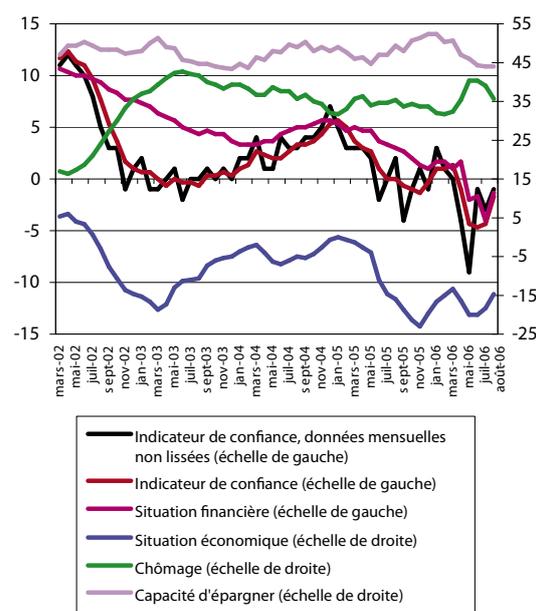
Source: STATEC

1.3.5 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs

La confiance des consommateurs a affiché une grande volatilité entre janvier et août 2006. En effet, la moyenne mobile sur trois mois de l'indicateur de confiance des consommateurs s'est effritée au premier semestre, de +1 en janvier à -4,7 en juin, pour se raffermir quelque peu par la suite, s'établissant à -4,3 et -1,7 respectivement en juillet et août. Le recul prononcé de la confiance des consommateurs entre février et juin 2006 pourrait refléter l'annonce d'importants licenciements et de restructurations dans plusieurs entreprises et entités actives au Luxembourg ainsi que les incertitudes liées aux discussions relatives au contenu des réformes structurelles. La déclaration du gouvernement sur la situation économique, sociale et financière du pays du 2 mai 2006 devrait avoir levé les incertitudes liées aux réformes structurelles.

Graphique 20

Indicateur de confiance des consommateurs et ses composantes (moyennes mobiles sur trois mois sauf indication contraire, données corrigées des variations saisonnières)



Source: BCL

Les indicateurs de confiance du Luxembourg et de la zone euro ont eu tendance à mouvoir de concert jusqu'à la mi-2005 pour suivre ensuite différents sentiers d'évolution (cf. graphique ci-dessous). Globalement, la confiance des consommateurs de la zone euro s'est améliorée à partir de la mi-2005 pour atteindre son meilleur niveau depuis environ cinq ans, tandis que la confiance des consommateurs du Grand-Duché a emprunté une trajectoire baissière. Des facteurs propres au Luxembourg, comme ceux évoqués ci-dessus, pourraient avoir dominé l'évolution de la confiance des consommateurs au Luxembourg depuis la mi-2005, évinçant ainsi l'impact des informations en provenance des pays limitrophes. Le degré de co-mouvement entre les indicateurs de confiance du Luxembourg et ceux des pays limitrophes s'est affaibli depuis lors. La progression de la confiance des consommateurs au Luxembourg, observée depuis juin 2006 ne semble pas suffisante pour invalider ces conclusions.

1.3.6 Le marché du travail

1.3.6.1 L'emploi

Les dernières données disponibles dévoilent une amélioration de la situation sur le marché du travail au cours des sept premiers mois de 2006. La progression annuelle de l'emploi s'est renforcée, tandis que le chômage a fortement baissé tout au long des sept mois sous revue. Les premiers chiffres définitifs ainsi que les dernières estimations disponibles indiquent qu'après s'être cristallisée autour de 3,2% tout au long de 2005, la progression annuelle de l'emploi total intérieur a regagné de la vitesse pour atteindre 3,8% en juillet et aboutir à un emploi de 322 356 personnes (après 310 440 personnes en juillet 2005).



Tableau 9 Croissance annuelle (en %) de l'emploi et taux de chômage (en % de la population active)

	Emploi salarié intérieur*	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage «strict»	Taux de chômage «strict» ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage «large»	Taux de chômage harmonisé
2000	6,1	0,3	5,7	11,6	2,9	2,6	2,5%	2,5%	3,6%	2,3%
2001	6,0	0,0	5,6	11,5	2,5	2,4	2,3%	2,3%	3,7%	2,1%
2002	3,3	0,3	3,2	5,8	1,7	2,1	2,6%	2,6%	4,2%	2,8%
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,4%	5,2%	3,7%
2004	2,6	1,9	2,5	4,7	1,7	1,9	3,9%	3,9%	5,7%	5,1%
2005	3,2	2,6	3,2	5,8	1,6	2,0	4,2%	4,2%	6,1%	4,5%
2005T1	3,2	3,2	3,2	5,8	1,6	1,9	4,3%	4,1%	6,2%	5,1%
2005T2	3,0	3,2	3,1	5,5	1,6	2,0	4,0%	4,2%	6,0%	4,3%
2005T3	3,2	2,5	3,2	5,9	1,5	2,0	4,2%	4,3%	6,0%	4,5%
2005T4	3,5	1,6	3,3	6,0	1,7	2,2	4,5%	4,4%	6,3%	4,6%
2006T1	3,8	-0,4	3,5	6,1	1,9	2,3	4,7%	4,5%	6,5%	4,7%
2006T2	4,1	-0,8	3,8	6,6	2,0	2,0	4,1%	4,2%	6,1%	4,7%
avr-06	3,9	-0,7	3,6	6,2	1,9	2,1	4,3%	4,2%	6,2%	4,8%
mai-06	4,2	-0,8	3,8	6,8	2,0	2,0	4,1%	4,2%	6,0%	4,7%
juin-06	4,2	-0,9	3,9	6,9	2,0	2,0	4,0%	4,2%	6,0%	4,7%
juil-06	4,2	-0,8	3,8	6,7	2,0	2,0	4,1%	4,3%	5,9%	n.d.

Sources: IGSS, STATEC et calculs BCL

Selon les chiffres disponibles pour le premier trimestre de 2006¹⁷, cette accélération de la progression de l'emploi total trouve essentiellement son origine dans le secteur des «services fournis principalement aux entreprises» (qui explique un quart de cette croissance annuelle de 3,5% au cours du trimestre sous revue) et dans celui des «banques et assurances» (dont la part contributive s'élève à un sixième de la croissance totale de l'emploi). En outre, soulignons que c'est le renforcement significatif de la progression de l'emploi dans le secteur des «auxiliaires financiers et d'assurances» qui est à la source de cette évolution de l'emploi dans le secteur des «banques et assurances», la part contributive de l'«intermédiation financière» étant demeurée marginale. A noter que l'emploi dans l'«Administration publique» n'a quant à lui qu'accessoirement contribué à la croissance de l'emploi au cours du trimestre sous revue (0,1pp). Parallèlement, l'«industrie et manufacture» qui est pourtant l'un des moteurs traditionnels de la progression de l'emploi, n'a toujours pas redémarré et continue même à ponctionner la progression de l'emploi (de l'ordre de 0,2pp).

L'économie luxembourgeoise a donc créé un nombre grandissant d'emplois tout au long des sept premiers mois de 2006 et ce sont les frontaliers, dont le nombre total a dépassé la barre des 125 000 personnes en juin 2006 pour finalement atteindre 126 441 frontaliers en juillet (après 118 519 personnes en juillet 2005, soit une augmentation de 6,7%) qui continuent d'occuper la grande majorité de ces nouveaux emplois. Ceci s'explique en partie par le fait que les deux principaux secteurs qui ont créé des emplois au cours de la période sous revue sont des secteurs qui occupent et embauchent donc majoritairement des travailleurs non-résidents¹⁸. En outre, leur poids dans les nouveaux emplois s'est cristallisé, de sorte qu'ils représentent 66,0% des nouveaux emplois et 38% de l'emploi total en moyenne au cours des sept premiers mois de 2006. Dès lors, la contrepartie de cette évolution est forcément la stabilisation de la part des résidents dans les créations d'emplois durant cette période. L'emploi national s'élève désormais à 204 918 personnes en juillet 2006 (contre 200 924 résidents occupant un emploi douze mois plus tôt soit une hausse de 2,0%).

17 Les données de l'IGSS relatives à la décomposition de l'emploi entre les différents secteurs de l'économie ne sont disponibles pour l'heure que pour le premier trimestre de 2006.

18 Les secteurs des «services fournis principalement aux entreprises» et des «banques et assurances» emploient respectivement 56,2% et 44,4% de travailleurs non-résidents en 2005 selon les dernières données fournies par l'IGSS.

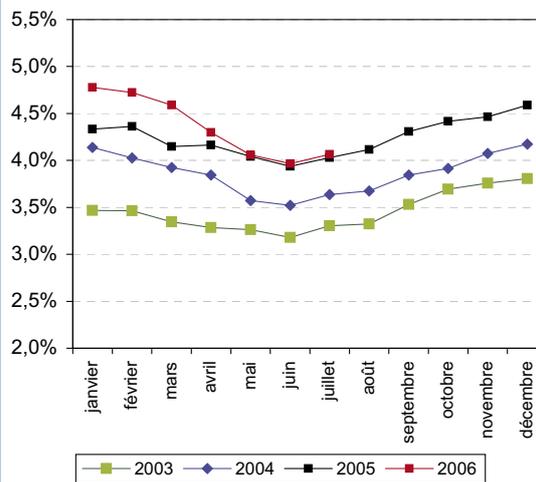
En écho au renforcement graduel de la croissance annuelle du PIB qui se dessine depuis 2003, la progression de l'emploi a repris des couleurs tout au long des sept premiers mois de l'année en cours. Cependant, cette reprise apparaît encore en demi-teinte car d'une part, le secteur de l'«industrie et manufacture» qui est l'un des pilier traditionnels de la croissance de l'emploi n'a toujours pas manifesté le moindre signe de redémarrage et d'autre part, c'est l'emploi frontalier qui demeure le principal bénéficiaire de la croissance de l'emploi. Dans ce contexte, la prudence demeure de rigueur en ce qui concerne l'analyse de l'impact effectif de ce redressement de la progression de l'emploi sur le front du chômage.

1.3.6.2 Le chômage

La reprise de la conjoncture qui se consolide depuis 2004 a commencé à porter ses fruits sur le front du chômage depuis le début de 2006. En effet, en dépit du fait que toutes les valeurs mensuelles du chômage observées de janvier à juillet 2006 ont été supérieures aux valeurs respectives de l'année précédente, la croissance annuelle du nombre de chômeurs s'est notablement infléchi (passant de 12,6% en janvier à 2,9% en juillet). Dans ce cadre, la baisse du taux de chômage au sens «strict» observée tout au long des sept premiers mois 2006 (de 4,8% en janvier à 4,1% en juillet) s'est même accompagnée d'une diminution du taux de chômage «désaisonnalisé» (de 4,5% à 4,3%) ce qui témoigne d'une amélioration de fond de la situation. Dès lors, le nombre de personnes au chômage au sens «strict» a atteint la valeur de 8 686 en juillet 2006.

Graphique 22

Taux de chômage «strict» (en pourcentage de la population active)



Sources: ADEM, STATEC

En outre, cette évolution récente du taux de chômage ne permet pourtant pas de conclure à un diagnostic d'entrée dans une phase de rémission définitive dans la mesure où les récentes annonces de licenciements collectifs dans un certain nombre d'entreprises au Luxembourg pourraient se faire ressentir au cours des mois à venir. En effet, un nombre significatif de personnes touchées par un préavis de licenciement se sont déjà inscrites auprès de l'ADEM mais ne sont pas, pour l'heure, comptabilisées officiellement parmi les demandes d'emplois non satisfaites (DENS). Si ces personnes ne retrouvent pas un emploi avant la fin de leur préavis, elles vont être automatiquement inscrites en tant que DENS à court terme, ce qui risque d'inverser la récente embellie. De plus, le fait que la reprise de la croissance de l'emploi se focalise sur des secteurs qui emploient et donc embauchent en majorité des travailleurs frontaliers pourrait ne pas augmenter la probabilité des chômeurs résidents de retrouver un emploi puisqu'ils sont plus directement en concurrence avec les personnes non-résidentes à la recherche d'un emploi dans ces secteurs.

Précisons que tout comme l'année précédente à la même période, les hommes continuent d'être majoritairement touchés par le chômage. Ils ont représenté en moyenne 53% de l'effectif total au cours des sept premiers mois de 2006 (après 56% l'année précédente à la même période). La ventilation du nombre de chômeurs par tranches d'âges révèle que les individus

âgés de 31 à 40 ans continuent de représenter plus d'un quart des personnes inscrites à l'Administration de l'emploi (25,7% plus précisément). Sur le front de la durée du chômage, on observe depuis le début de l'année 2003 une hausse graduelle du chômage de longue durée – c'est-à-dire des personnes inscrites depuis plus de 12 mois à l'ADEM – laquelle comprend désormais le contingent de chômeurs le plus important (près d'un chômeur sur trois en moyenne au cours des sept premiers mois de 2006). En outre, au cours de cette période sous revue, la hausse la plus importante du nombre de chômeurs a touché la catégorie des individus enregistrés depuis plus de 12 mois (15,9% en glissement annuel). Cette hausse du chômage de longue durée est inquiétante parce qu'elle s'accompagne d'une baisse de la probabilité pour le chômeur de retrouver un emploi en raison du signal implicite qu'il renvoie à l'employeur potentiel en terme de démotivation et de déperdition de compétences.

Au cours des sept premiers mois de 2006, le taux de chômage au sens «large», qui englobe les chômeurs occupés dans le cadre d'une mesure de mise au travail ou de formation s'est établi à un niveau supérieur à celui de l'année précédente. A l'instar du taux de chômage «strict», sa croissance annuelle s'est ralentie. C'est justement l'évolution de la composante «stricte» de ce taux de chômage qui explique cet infléchissement, la croissance en rythme annuel des mesures spéciales pour l'emploi étant demeurée quasi-nulle (0,7% en moyenne de janvier à juillet 2006 après encore 9,4% l'année précédente à la même période). Dès lors, les mesures pour l'emploi touchent désormais 3 958 personnes en juillet 2006 (contre 3 875 l'année précédente) et le taux de chômage «large» s'affiche sous le seuil de 6,0% en juillet 2006 (5,9% plus précisément), ce qui représente 12 644 personnes (après 12 314 personnes douze mois plus tôt).

Dans ce contexte le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) a poursuivi sa remarquable ascension de janvier à juillet 2006 (+38,3% en glissement annuel) dans le sillage de la progression observée depuis 2004. De fait, 1 660 emplois ont été offerts au cours des sept premiers mois de 2006 (après 1 206 emplois offerts l'année précédente). De manière plus détaillée, on observe que plus de la moitié des postes vacants se situent dans les secteurs/métiers des «Employés de bureau» et des «Professions libérales, techniciens

et assimilés». Le ratio des DENS aux OENS permet de rendre compte du degré d'inadéquation entre l'offre de travail nationale inoccupée et la demande de travail (qui est aussi adressée aux étrangers). Les données disponibles pour les sept premiers mois de l'année 2006 affichent une amélioration de la situation concernant le ratio entre l'offre et la demande de travail (soit en moyenne un poste offert pour 6 candidats potentiels inscrits à l'ADEM de janvier à juillet 2006 alors que l'année précédente au cours de la même période un emploi avait été offert à 8 chômeurs en moyenne). L'analyse sectorielle de ce ratio permet de distinguer les secteurs au sein desquels l'inadéquation est demeurée la plus substantielle au cours des sept premiers mois de 2006: «Vendeurs» (18 chômeurs potentiellement intéressés par une offre d'emploi), «Autres services» (16/1) et «Agriculteurs, forestiers, carriers, mineurs et assimilés» (10/1). 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 de la période sous revue sont ceux des «Employés de bureau» (2 demandes d'emploi potentielles pour une proposition d'emploi), des «Professions libérales, techniciens et assimilés» (3/1) et des «Directeurs et cadres administratifs supérieurs» (4/1).

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 4,0% au cours du premier trimestre de 2006, en accélération par rapport à la même période de l'année précédente (3,1%). La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que la contribution plus substantielle des «autres composantes» (1,5 pp après 0,6 pp au premier trimestre de 2005) est à l'origine de cette escalade, la contribution de l'indexation automatique étant demeurée inchangée à hauteur de 2,5 pp.

Cette évolution du coût salarial est cependant susceptible d'enregistrer une modération au cours des mois à venir sous les effets conjugués d'une part, de la modulation du mécanisme d'indexation par le gouvernement, qui consiste à reporter discrétionnairement à décembre 2006 l'application de la tranche indiciaire qui est venue à échéance en juillet 2006 et, d'autre part, de la politique de modération salariale annoncée par le gouvernement dans le secteur public qui pourrait déteindre sur d'autres secteurs de l'économie.

Tableau 10 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	Contribution à la croissance en points de pourcentage		Variation annuelle en %
	Indexation	Autres composantes	Coût salarial total
2000	2,7	1,7	4,4
2001	3,1	2,3	5,5
2002	2,1	1,0	3,1
2003	2,1	1,2	3,2
2004	2,1	1,0	3,1
2005	2,5	1,0	3,5
Trimestres			
2005T1	2,5	0,6	3,1
2005T2	2,5	1,0	3,5
2005T3	2,5	1,3	3,8
2005T4	2,5	1,2	3,7
2006T1	2,5	1,5	4,0
Mois			
200601	2,5	0,8	3,3
200602	2,5	2,6	5,1
200603	2,5	1,1	3,6

Source: IGSS

1.3.7 Le secteur financier

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

L'emploi dans le secteur bancaire:

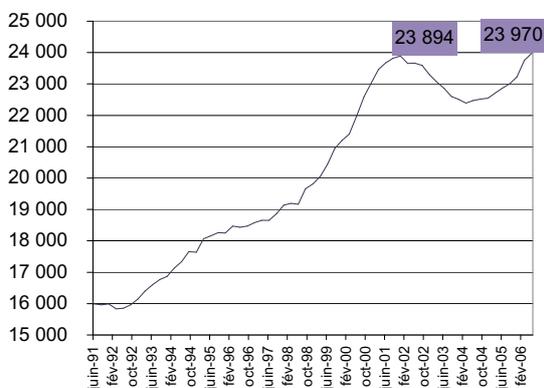
L'effectif du secteur bancaire s'est établi à 23 970 emplois au 30 juin 2006, contre 23 754 au 31 mars 2006, ce qui représente une augmentation de 216 emplois, soit 0,91%. Sur le premier semestre de l'année 2006, l'emploi dans les banques luxembourgeoises a progressé de 3,21%; cette croissance de l'emploi prolonge ainsi une tendance entamée dès la fin du premier semestre 2004. En effet, depuis juin 2004, l'emploi dans les banques luxembourgeoises a progressé à un rythme trimestriel moyen de 0,76%. Une consolidation progressive de la croissance économique au niveau international sur cette période, se traduisant par une hausse importante

de l'activité des banques, explique en grande partie le développement favorable observé au niveau de l'emploi. Parallèlement, la concentration du secteur bancaire a été beaucoup plus modérée en 2004 et 2005 qu'elle ne l'avait été entre 2000 et 2003, période durant laquelle le nombre d'établissements a diminué de 42 unités.

Dans le détail, on notera que plus de la moitié (55%) de la hausse de 746 emplois observée au cours du premier semestre 2006 repose sur la filialisation au 1^{er} janvier 2006 d'une ligne de métier d'un acteur majeur de la place financière; cette mesure s'accompagne d'un transfert de 700 employés et de la création nette de 370 emplois nouveaux afin de répondre à une activité couvrant à la fois le Luxembourg et la Belgique. L'autre moitié de cette hausse est surtout le fruit des petites structures, c'est à dire celles dont l'effectif est inférieur à 100 unités (21%).

Graphique 23

Evolution de l'emploi dans les banques



Source: BCL

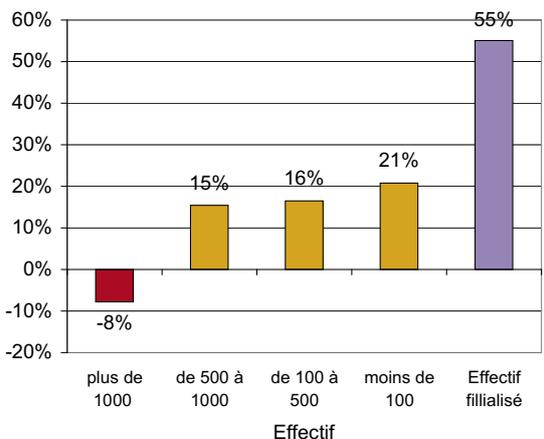
des professionnels du secteur financier a représenté 1 048 emplois, soit 80% de la hausse observée sur cette période. Il semble toutefois que l'impact de la prise en compte de nouvelles entités se soit nettement réduit au deuxième trimestre 2006.

L'emploi dans le secteur des sociétés de gestion:

L'emploi dans les sociétés de gestion (SDG) a progressé de 28,1% au cours du premier semestre 2006, pour s'établir à 2 014 unités au 30 juin; cette hausse s'est essentiellement manifestée au cours du premier trimestre (+20,5%), pour des raisons analogues à celles avancées dans le cadre de la progression de l'emploi dans le secteur des PSF. Toutefois, la hausse de l'emploi enregistrée au cours du deuxième trimestre 2006 est assez conséquente puisqu'elle s'élève à 6,3%.

Graphique 24

Répartition de la hausse de l'emploi sur la période décembre 2005 – juin 2006 par classes d'effectifs



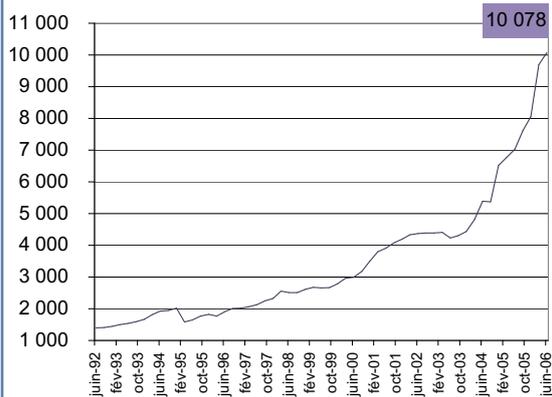
Source: BCL

L'emploi dans le secteur des professionnels du secteur financier:

Au 30 juin 2006, les professionnels du secteur financier (PSF) employaient 8 064 personnes, ce qui représente une hausse de 3,4% par rapport au 31 mars 2006 et de 24,4% par rapport au 31 décembre 2005. La forte progression de l'emploi observée dans ce secteur, en particulier entre décembre 2005 et mars 2006, s'explique largement par la prise en compte de nouveaux intervenants; ainsi, au premier trimestre 2006, la prise en compte de la société GROUP 4 FALCK – Société de surveillance et de sécurité S.A. sous la rubrique

Graphique 25

Evolution de l'emploi dans les PSF et les SDG



Source: BCL

1.3.7.2 Les établissements de crédit

- L'évolution du nombre des établissements de crédit

Le processus de concentration du paysage bancaire luxembourgeois, souvent initié par des regroupements au niveau des maisons mères des entités luxembourgeoises, s'est poursuivi au cours de l'année 2006. Malgré le développement favorable des activités du secteur bancaire au Luxembourg, la pression concurrentielle pèse lourdement sur les établissements de crédit. En effet, l'activité bancaire doit être considérée dans un contexte global où la rentabilité joue un rôle de plus en plus important et pousse les acteurs à réduire leurs frais de fonctionnement. Dans cette perspective, les groupes bancaires qui disposent de plusieurs

implantations au Luxembourg sont confrontées à la question de savoir si le maintien de différentes unités répond encore à l'objectif du groupe; la stratégie souvent adoptée consiste alors à concentrer les activités de ces différentes entités sur une seule, afin de réaliser des rendements d'échelle.

Le tableau ci-dessous fournit un aperçu détaillé de l'évolution du nombre d'établissements de crédit; il fait état d'une réduction nette d'une unité depuis la fin de l'année 2005 et le 1^{er} août 2006, portant ainsi le nombre d'entités inscrites sur le tableau officiel à 154.

Tableau 11 L'évolution du nombre des établissements de crédit au Luxembourg

Banque	Constitution	Retrait	Remarques
RBC Dexia Investor Services Bank	01.01.2006		
Banque Nagelmackers 1747 (Luxembourg) S.A.		01.01.2006	Fusion avec Banque Degroof
Banque Colbert (Luxembourg) S.A.		16.01.2006	
EFG Bank (Luxembourg) S.A.	10.01.2006		
Avanzia Bank S.A.	11.01.2006		
Hypo Public Finance Bank		31.03.2006	Fermeture
Puilaecto Dewaay Private Bankers S.A. succursale de Luxembourg		11.04.2006	Fermeture
United European Bank (Luxembourg) S.A.		30.04.2006	Fusion avec Banque Paribas
Nord/LB Covered Finance Bank S.A.	09.05.2006		
Alcor Bank Luxembourg		10.05.2006	Liquidation
Deutsche Postbank AG, Niederlassung Luxemburg		12.05.2006	Fusion avec Deutsche Postbank S.A.
Alpha Credit S.A., Succursale de Luxembourg	03.07.2006		
Commerzbank AG, Zweigniederlassung Luxemburg	01.08.2006		

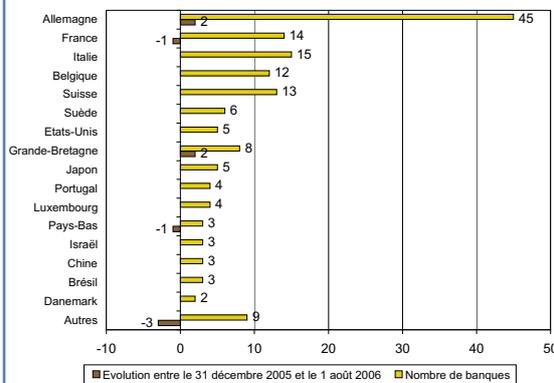
Source: BCL

Cette réduction nette est le résultat de l'inscription de six nouvelles entités, trois fusions de deux entités en une seule ainsi que quatre cessations d'activités entre le 31 décembre 2005 et le 1^{er} août 2006.

La répartition des banques par origine géographique, représentée dans le graphique ci-dessous, montre que le groupe des banques allemandes demeure prédominant au Luxembourg avec 45 unités. De plus, on dénombre, au 1^{er} août 2006, 14 banques d'origine française, 15 d'origine italienne, 12 d'origine belge, 13 d'origine suisse et 4 banques luxembourgeoises; ajoutés aux 45 banques d'origine allemande, ces 6 pays représentent 67% du nombre total de banques actives sur la place luxembourgeoise.

Graphique 26

Répartition géographique des banques de la place financière luxembourgeoise



Source: BCL

- La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

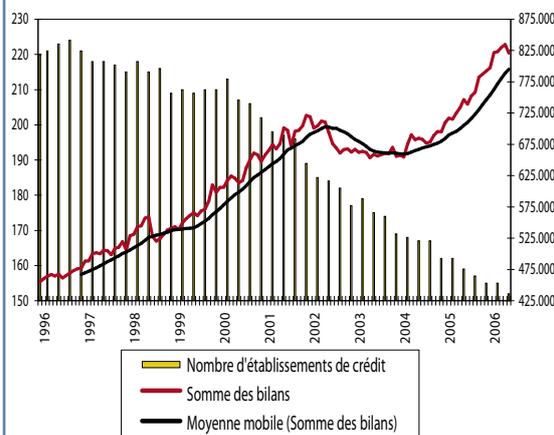
L'amélioration du climat économique général et la bonne tenue des marchés boursiers, en dépit de l'accroissement sensible des prix pétroliers, ont généré un regain de confiance de la part des entreprises et des investisseurs, stimulant ainsi la reprise de l'activité bancaire au cours des années 2004 à 2006. Par conséquent, le développement favorable des activités, amorcé au cours du second semestre de l'année 2003, a gagné en vigueur durant les deux années suivantes; sur cette lancée, le taux de croissance annuel moyen de la somme des bilans a atteint 13,4% au premier semestre 2006. A l'exception du mois de juin qui affiche une légère baisse, cette période se caractérise par une hausse quasiment ininterrompue de la somme des bilans des banques luxembourgeoise (+3,6%). Il convient toutefois de souligner que le rythme de croissance observé au premier semestre 2006 est inférieur à celui observé au cours du premier semestre 2005 (+7,4%).

A l'actif du bilan, l'augmentation du volume d'activités s'est en premier lieu manifestée au niveau des portefeuilles titres puis au niveau des créances sur la clientèle. Au passif du bilan, on notera en particulier la hausse des dettes interbancaires et des dépôts de la clientèle privée non bancaire, affichant des taux de croissance de 9,0% au premier semestre 2006 et de 11,8% entre juin 2005 et juin 2006. Dans ce contexte, on notera cependant qu'en 2005 ces dépôts affichaient une croissance annuelle de 10,7%.

Le graphique qui suit illustre, entre autres, le gain en terme de volume d'activités observé entre fin décembre 2005 (792 420 millions d'euros) et fin juin 2006 (820 663 millions d'euros).

Graphique 27

Evolution de la somme des bilans par rapport à l'évolution du nombre des établissements de crédit de janvier 1996 à juin 2006



Source: BCL

Ainsi, la réduction nette du nombre des établissements de crédit, observée au cours du premier semestre de l'année 2006, ne doit pas être interprétée comme une perte d'attractivité de la place financière, puisqu'elle s'est accompagnée d'une hausse du volume d'activités.

Ce renforcement est également confirmé par l'analyse de la somme moyenne des bilans par banque; la réduction du nombre d'établissements de crédit de 155 à 152 unités, survenue entre fin décembre 2005 et fin juin 2006, s'accompagne d'une hausse du volume moyen d'activités par banque, qui est passé de 5 112 millions d'euros à 5 399 millions d'euros (+5,6%).

La structure et les composantes des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

L'activité interbancaire

La croissance de l'actif du bilan des banques luxembourgeoises s'est légèrement essoufflée, atteignant 9,9% sur base annuelle entre juin 2005 et juin 2006, contre 3,6% sur base semestrielle entre décembre 2005 et juin 2006.

L'analyse de la structure des actifs et des passifs des banques luxembourgeoises permet de mettre en évidence la prédominance des activités interbancaires. Ainsi, à l'actif du bilan, les opérations interbancaires, qui se sont élevées à 407 580 millions d'euros au 30 juin 2006, soit une hausse de 0,4% par rapport au 31 décembre 2005, représentaient 72,3% de l'ensemble des crédits des banques et 49,7% du total des actifs.

Par ailleurs, le volume du portefeuille de titres a fortement augmenté au cours du premier semestre 2006 (7,7%), passant de 215 439 millions d'euros fin 2005 à 232 044 millions d'euros au 30 juin 2006. Sur un an, cette hausse de 34 406 millions d'euros s'explique notamment par la hausse des cours des titres de créances et des actions.

En outre, la clientèle non bancaire a profité de taux d'intérêts qui, bien qu'en hausse, demeurent relativement faibles, pour augmenter son recours aux crédits bancaires. Au 30 juin 2006, le volume des crédits sur la clientèle a affiché une hausse de 6,3% par rapport au 31 décembre 2005 pour atteindre 155 900 millions d'euros; sur base annuelle, cette hausse atteint 22,6%.

Tableau 12 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⁾
	2005/06	2005/12	2006/06	2005/06 - 2006/06		2005/12 - 2006/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2006/06
Créances interbancaires	398 901	405 891	407 580	8 679	2,2	1 689	0,4	49,7
Créances sur la clientèle	127 165	146 640	155 900	28 735	22,6	9 260	6,3	19,0
Portefeuille titres	197 638	215 439	232 044	34 406	17,4	16 604	7,7	28,3
Autres actifs	22 776	24 451	25 140	2 364	10,4	689	2,8	3,1
Total de l'actif	746 480	792 420	820 663	74 183	9,9	28 243	3,6	100,0

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

La prédominance des opérations interbancaires, constatée à l'actif du bilan des banques, peut également être observée au passif auquel ces dernières concourent à hauteur de 47,9% du total du passif et de 58,5% des dettes en juin 2006. Le refinancement interbancaire affiche une hausse de 6 856 millions d'euros, soit 1,8%, entre décembre 2005 et juin 2006 alors que sur base annuelle le taux de croissance est de 10,9%, soit 38 694 millions d'euros.

De leur côté, les dépôts de la clientèle non bancaire s'élevaient à 278 598 millions d'euros au 30 juin 2006, soit une hausse de 9,0% par rapport à la fin de l'année 2005.

Notons enfin que, de juin 2005 à juin 2006, les établissements de crédits ont maintenu quasiment inchangé leurs recours au refinancement par émission de titres de créance (+1,0%), dont l'encours s'élevait à 86 023 millions d'euros au 30 juin 2006.

Tableau 13 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⁾
	2005/06	2005/12	2006/06	2005/06 - 2006/06		2005/12 - 2006/06		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2006/06
Dettes interbancaires	354 194	386 031	392 887	38 694	10,9	6 856	1,8	47,9
Dettes envers la clientèle	249 155	255 580	278 598	29 444	11,8	23 018	9,0	33,9
Dettes représentées par un titre	85 181	89 535	86 023	842	1,0	-3 512	-3,9	10,5
Autres passifs	57 950	61 273	63 154	5 204	9,0	1 881	3,1	7,7
Total du passif	746 480	792 420	820 663	74 183	9,9	28 243	3,6	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 s'élevaient à 39 115 millions d'euros au 30 juin 2006 contre 34 838 millions d'euros en décembre 2005 (+12,3%) et 32 018 millions d'euros en juin 2005 (+22,2%). Sur l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois, les ménages représentent 33,2%, avec

un encours total de 12 970 millions d'euros à fin juin 2006, soit une augmentation de 5,8% par rapport à décembre 2005 et de 12,4% sur base annuelle. Dans ce contexte, on notera que la majeure partie des crédits aux ménages luxembourgeois (82,0%), se compose de crédits immobiliers; ces derniers représentent 10 632 millions d'euros au 30 juin, en hausse de 6,3% par rapport à décembre 2005 et de 14,0% par rapport à juin 2005.

Tableau 14 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⁾
	2005/06	2005/12	2006/06	2005/06 - 2006/06		2005/12 - 2006/06		2006/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	981	1 088	1 357	376	38,3	268	24,7	3,5
Autres intermédiaires financiers	11 592	13 961	17 053	5 461	47,1	3 092	22,1	43,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	137	206	216	79	57,9	10	4,8	0,6
Sociétés non financières	7 766	7 323	7 519	-247	-3,2	196	2,7	19,2
Ménages & ISBLM	11 542	12 260	12 970	1 428	12,4	710	5,8	33,2
Crédits à la consommation	1 176	1 145	1 189	13	1,1	44	3,9	9,2
Crédits immobiliers	9 324	10 006	10 632	1 308	14,0	626	6,3	82,0
Autres crédits	1 042	1 109	1 149	106	10,2	40	3,6	8,9
Total	32 018	34 838	39 115	7 097	22,2	4 277	12,3	100,0

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

La demande élevée de crédits immobiliers de la part des ménages luxembourgeois s'explique essentiellement par deux facteurs. D'une part, la demande soutenue pour des logements au Luxembourg ne peut pas, à l'heure actuelle, être satisfaite par l'offre. Ce déséquilibre alimente ainsi une forte pression directe sur les prix des immeubles et des terrains et indirecte sur les loyers. D'autre part, le coût encore faible du financement immobilier incite de nombreux particuliers à acquérir un logement; en effet, confrontés au choix de payer un loyer élevé ou de procéder au remboursement d'un prêt leur permettant de devenir propriétaires, de nombreux particuliers optent pour la seconde solution. Ce choix explique par ailleurs le fait que la proportion de ménages propriétaires au Luxembourg excède celles d'autres pays européens. L'augmentation du volume des crédits immobiliers au cours des années 2005

et 2006 confirme l'évolution du nombre d'autorisations de bâtir dans le secteur résidentiel qui a connu un record vers la fin du deuxième semestre 2005. En effet, au cours des six premiers mois de l'année 2006, le volume mensuel moyen des nouveaux crédits immobiliers octroyés par les établissements de crédit aux ménages résidents de la zone euro, s'est élevé à 181 millions d'euros. Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique, le montant des crédits octroyés à des ménages résidents s'est établi à un nouveau record d'environ 171 millions d'euros en moyenne mensuelle durant les six premiers mois de l'année 2006. Au cours de l'année 2005, le volume mensuel moyen des nouveaux crédits immobiliers aux ménages luxembourgeois était de 155 millions d'euros alors qu'en 2004 il s'élevait à 142 millions d'euros.

La demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers a gagné en importance avec une forte croissance de 22,1%, soit 3 092 millions d'euros entre décembre 2005 et juin 2006. Au 30 juin 2006, leur volume des crédits s'élevait à 17 053 millions d'euros, ce qui porte leur poids relatif dans l'encours des crédits au secteur non-bancaire résident à 43,6%. La croissance annuelle de 47,1% du volume des crédits aux autres intermédiaires financiers peut être mise en parallèle avec l'accroissement du nombre d'intervenants sur ce secteur ainsi qu'avec le développement de leurs activités. D'une part, par la loi du 15 juin 2004 relative aux SICAR¹⁹, le législateur a contribué à soutenir cette évolution favorable, et d'autre part, les fonds d'investissement voient leur croissance pérennisée par une évolution favorable des cours boursiers.

En revanche, les sociétés d'assurances et les fonds de pension, occupent un rôle mineur dans la demande du crédit bancaire; bien que le volume des crédits accordés à ces sociétés affiche un accroissement de 57,9% sur base annuelle, leur part relative demeure très faible avec 0,6% du total des crédits au secteur non bancaire luxembourgeois. 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, notamment, d'encaissement de primes.

Les dettes des administrations publiques ont augmenté pour atteindre 1 357 millions d'euros fin juin 2006.

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

La clientèle résidente non-bancaire des autres pays membres de la zone euro se caractérise en premier lieu par l'importance des opérations réalisées avec des sociétés non financières. Leur part relative représente près de la moitié (48,9%) du volume total des crédits aux résidents des autres pays de la zone euro. Les crédits aux sociétés non financières étaient en hausse de 10,9%

sur base semestrielle (décembre 2005 à juin 2006) et de 17,1% sur base annuelle (juin 2005 à juin 2006).

Les autres intermédiaires financiers ont vu le volume de leurs crédits augmenter de 5 047 millions d'euros par rapport à décembre 2005, soit une croissance de 37,8%. Sur base annuelle, le volume des crédits accordés aux autres intermédiaires financiers s'est accru de 7 527 millions d'euros, soit 69,2%, pour atteindre 18 400 millions d'euros au 30 juin 2006.

En ce qui concerne les crédits accordés aux ménages des autres pays membres de la zone euro, on constate que ces derniers ont essentiellement recours à des crédits qui ne sont pas destinés à la consommation ou à l'investissement immobilier (autres crédits). Ces crédits ont baissé de 6,8% entre juin 2005 et juin 2006, essentiellement en raison de la baisse des autres crédits. L'importance de ces crédits, qui représentent 93,5% de l'encours total des crédits accordés aux ménages & ISBLM²⁰ s'explique en grande partie par la réalisation d'investissements de portefeuille par des ménages non-résidents, qui se traduisent en la mise en place de crédits comptabilisés par les banques sous la rubrique des autres crédits. On constate cependant que les crédits immobiliers octroyés à des résidents d'autres pays de la zone euro progressent de 15,9% sur une base annuelle (juin 2005 à juin 2006), pour arriver à un encours de 626 millions d'euros en juin 2006. Ce constat s'explique surtout par le développement du nombre de résidents acquéreurs de biens immobiliers situés hors du Luxembourg, en particulier dans des zones frontalières; en raison de la forte progression des prix immobiliers au Luxembourg, ces «résidents» et qui de ce fait deviennent non-résidents se trouvent poussés hors du marché domestique. La forte baisse de 2 547 millions d'euros (-45,1%) des crédits accordés aux administrations publiques, survenue au premier semestre 2006, provoque un important dégonflement de l'encours à 3 105 millions d'euros.

¹⁹ Société d'investissement en capital à risque

²⁰ ISBLM: Institutions sans but lucratif au service des ménages

Tableau 15 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⁾
	2005/06	2005/12	2006/06	2005/06 - 2006/06		2005/12 - 2006/06		2006/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	4 105	5 652	3 105	-1 000	-24,4	-2 547	-45,1	4,6
Autres intermédiaires financiers	10 872	13 353	18 400	7 527	69,2	5 047	37,8	27,1
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 191	1 121	1 169	- 23	-1,9	48	4,3	1,7
Sociétés non financières	28 365	29 953	33 205	4 839	17,1	3 251	10,9	48,9
Ménages & ISBLM	12 933	12 553	12 054	- 879	-6,8	- 499	-4,0	17,7
Crédits à la consommation	148	145	156	8	5,1	11	7,3	1,3
Crédits immobiliers	540	581	626	86	15,9	45	7,8	5,2
Autres crédits	12 245	11 827	11 273	- 972	-7,9	- 554	-4,7	93,5
Total	57 468	62 632	67 932	10 465	18,2	5 300	8,5	100,0

1) Poids relatif par rapport au total des crédits / 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 2006, le volume des crédits affichait un tassement de 0,6% sur base semestrielle tandis que la croissance annuelle atteignait 29,7% (11 173 millions d'euros), portant l'encours total des crédits à 48 853 millions d'euros. L'origine de la légère baisse des crédits aux résidents du reste du monde au premier semestre s'explique par le développement des crédits accordés aux autres intermédiaires financiers. Par ailleurs, les marchés financiers, qui ont baissé à partir du mois de mai 2006, incitent les fonds d'investissements (qui font partie des autres intermédiaires financiers) à emprunter moins de liquidités. Ainsi, leurs encours se sont repliés de 3 397 millions d'euros au cours du premier semestre de l'année en cours.

Pour leur part, les crédits aux sociétés non financières sont en hausse de 14,2% entre décembre 2005 et juin 2006; sur les 12 derniers mois, les crédits aux sociétés non financières ont augmenté de 7 362 millions d'euros, soit une hausse de 49,2%. Par conséquent, leur poids relatif, qui atteint 45,7% des crédits aux résidents du reste du monde à la fin du premier semestre 2006, a nettement augmenté.

Les administrations publiques hors zone euro ont augmenté leur recours aux crédits octroyés par des banques luxembourgeoises à raison de 9,4%, ou 340 millions d'euros, au cours de début d'année 2006.

Tableau 16 Crédits aux résidents des pays 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⁾
	2005/06	2005/12	2006/06	2005/06 - 2006/06		2005/12 - 2006/06		2006/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 030	3 637	3 977	1 947	95,9	340	9,4	8,1
Autres intermédiaires financiers	16 098	20 760	17 363	1 265	7,9	-3 397	-16,4	35,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	91	92	258	168	185,2	167	181,3	0,5
Sociétés non financières	14 967	19 559	22 329	7 362	49,2	2 771	14,2	45,7
Ménages & ISBLM	4 493	5 122	4 924	431	9,6	- 198	-3,9	10,1
Total	37 679	49 170	48 853	11 173	29,7	- 317	-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 2006, l'encours des dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 278 598 millions d'euros, soit une hausse de 23 018 millions d'euros (9,0%) par rapport au 31 décembre 2005. Sur un an, c'est-à-dire entre juin 2005 et juin 2006, les dépôts de la clientèle non-bancaire étaient en hausse de 11,8% (29 444 millions d'euros).

• Les dépôts des résidents

L'encours placé auprès des banques luxembourgeoises par la clientèle domestique non-bancaire atteignait 142 911 millions d'euros au 30 juin 2006, soit 51,3% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire. Dans ce contexte, on notera que la part relative des dépôts effectués par des résidents luxembourgeois augmente au détriment de celle des dépôts effectués par des non résidents.

Tableau 17 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⁾
	2005/06	2005/12	2006/06	2005/06 - 2006/06		2005/12 - 2006/06		2006/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	6 849	6 600	7 500	650	9,5	900	13,6	5,2
Secteur financier	83 869	90 879	104 730	20 860	24,9	13 850	15,2	73,3
Autres intermédiaires financiers	79 934	85 949	100 333	20 399	25,5	14 385	16,7	70,2
Sociétés d'assurances et fonds de pension	3 935	4 931	4 396	461	11,7	- 534	-10,8	3,1
Secteur non financier	25 690	27 073	30 682	4 992	19,4	3 608	13,3	21,5
Sociétés non financières	10 025	11 135	14 617	4 592	45,8	3 482	31,3	10,2
Ménages & ISBLM	15 665	15 938	16 064	400	2,6	126	0,8	11,2
Total	116 408	124 552	142 911	26 503	22,8	18 359	14,7	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 terme de poids relatif (70,2%) est assumée par les dépôts des autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings) avec un encours de 100 333 millions d'euros en juin 2006, soit un accroissement de 14 385 millions d'euros ou 16,7% sur le premier semestre 2006. Sur un an, leurs dépôts se sont accrus de 25,5%. Dans ce contexte, on note que les activités des autres intermédiaires se développent très favorablement grâce à divers facteurs tels que l'évolution positive des marchés boursiers, l'accroissement du nombre des autres intermédiaires et le développement de la législation luxembourgeoise, qui soutient le développement des activités de ce secteur.

Au 30 juin 2006, les résidents luxembourgeois du secteur non-bancaire investissaient leurs dépôts, dont le volume total s'élevait à 142 911 millions d'euros, à raison de 39,6% en dépôts à vue et de 60,4% en dépôts à terme. Un an auparavant, en juin 2005, la proportion de comptes à vue était sensiblement supérieure puisqu'elle atteignait 45,2% des dépôts; cela montre clairement que, dans le sillage des hausses de taux d'intérêt, la clientèle non-bancaire commence à rechercher des rémunérations plus élevées.

A la fin du premier semestre 2006, les sociétés d'assurances et les fonds de pension ont réduit leurs encours de dépôts de 10,8% (soit 534 millions d'euros de moins) par rapport au 31 décembre 2005. Cela ne surprend guère dans la mesure où le climat boursier positif incite les investisseurs à réallouer une partie de leurs dépôts vers des investissements qui promettent des rendements plus élevés.

Les administrations publiques ont augmenté le volume de leurs dépôts à concurrence de 900 millions d'euros entre le 31 décembre 2005 et le 30 juin 2006, portant ainsi l'encours à 7 500 millions d'euros sous cette rubrique.

- 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 atteignait 73 130 millions d'euros au 30 juin 2006, soit 26,3% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Les dépôts émanant de résidents d'autres pays membres de la zone euro ont diminué de 5,3% entre décembre 2005 et juin 2006.

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 51 626 millions d'euros et un poids relatif de 70,6%. Ce poste se répartit en 28 185 millions d'euros pour les dépôts effectués par les sociétés non financières et 23 442 millions d'euros pour les dépôts des ménages. Contrairement aux ménages résidents luxembourgeois, les ménages des autres pays membres de la zone euro répartissent leurs dépôts à raison de 26,5% en dépôts à vue et de 73,5% en dépôts à terme.

La baisse du volume des dépôts des ménages, qui a débuté au cours de l'année 2004, s'est accentuée à partir du mois de juillet 2005; cette tendance s'explique par les discussions relatives à l'introduction de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne et par son entrée en vigueur le 1^{er} juillet 2005. Ainsi, les dépôts des ménages qui se chiffraient encore à 28 976 millions d'euros au 30 juin 2005 ont progressivement diminué pour atteindre un encours de 23 442 millions d'euros au 30 juin 2006, soit une diminution de 19,1% sur un an. Dans ce contexte, il importe de noter qu'au cours de la même période l'investissement net en capital dans les OPC luxembourgeois a fortement augmenté, ce qui tend à confirmer l'hypothèse selon laquelle les agents économiques visés par la directive sur la fiscalité de l'épargne recherchent des investissements alternatifs. Cette recherche d'investissements échappant à la directive sur la fiscalité de l'épargne se reflète dans les statistiques puisque le volume des dépôts des ménages résidents des autres pays membres de la zone euro affiche un tassement limité à 3,3% au premier semestre 2006.

Les entités du secteur financier, qui regroupent 28,1% de l'encours total, ont baissé leurs dépôts de 859 millions (-4,0%) entre décembre 2005 et juin 2006; sur un an, la baisse s'est chiffrée à 10,1% (2 322 millions d'euros). Cela s'explique dans la mesure où la hausse des valeurs boursières (cours des actions et obligations) a offert une alternative aux rendements faibles des dépôts. Le poids relatif des sociétés d'assurances et des fonds de pension demeure cependant assez faible, avec 6,5% du total des dépôts des autres pays membres de la zone euro.

Tableau 18 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⁾
	2005/06	2005/12	2006/06	2005/06 - 2006/06		2005/12 - 2006/06		2006/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 874	2 824	943	-1 931	-67,2	-1 881	-66,6	1,3
Secteur financier	22 883	21 420	20 561	-2 322	-10,1	- 859	-4,0	28,1
Autres intermédiaires financiers	17 069	15 189	15 778	-1 292	-7,6	589	3,9	21,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 814	6 231	4 783	-1 030	-17,7	-1 448	-23,2	6,5
Secteur non financier	55 884	52 941	51 626	-4 258	-7,6	-1 315	-2,5	70,6
Sociétés non financières	26 909	28 688	28 185	1 276	4,7	- 503	-1,8	38,5
Ménages & ISBLM	28 976	24 253	23 442	-5 534	-19,1	- 812	-3,3	32,1
Total	81 641	77 185	73 130	-8 511	-10,4	-4 055	-5,3	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 atteignait 62 456 millions d'euros au 30 juin 2006, soit 22,4% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Les dépôts du secteur financier se composent quasi exclusivement des dépôts en provenance des autres intermédiaires financiers (OPC, PSF et sociétés holdings), dont le poids relatif atteignait 52,6% (32 853 millions d'euros) au 30 juin 2006. Le tassement de 8,4%, observé sous cette rubrique, peut être mis en relation avec le repli des marchés boursiers et les demandes de remboursements des parts des OPC dès la fin du deuxième trimestre de l'année 2006. Toutefois, sur un an, les dépôts placés auprès des

banques luxembourgeoises sont en forte croissance (plus 37,4%).

En ce qui concerne les dépôts des résidents du reste du monde, les ménages disposaient au 30 juin 2006 d'une part relative de 23,9%, correspondant à un volume de 14 908 millions d'euros (sur un total de 62 456 millions d'euros). On notera que les dépôts des ménages du reste du monde ont affiché une hausse de 1,3% au cours du premier semestre de l'année en cours, soit 192 millions d'euros.

Notons finalement qu'entre décembre 2005 et juin 2006, les sociétés non financières ont désinvesti un total de 402 millions d'euros placés sous forme de dépôts auprès des établissements luxembourgeois, soit une baisse de 3,4%.

Tableau 19 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⁾
	2005/06	2005/12	2006/06	2005/06 - 2006/06		2005/12 - 2006/06		2006/06
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 202	2 649	2 587	1 385	115,2	- 62	-2,3	4,1
Secteur financier	24 838	36 633	33 695	8 857	35,7	-2 939	-8,0	53,9
Autres intermédiaires financiers	23 906	35 875	32 853	8 948	37,4	-3 022	-8,4	52,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	932	758	841	- 91	-9,7	83	11,0	1,3
Secteur non financier	25 065	26 385	26 175	1 109	4,4	- 210	-0,8	41,9
Sociétés non financières	10 421	11 669	11 266	845	8,1	- 402	-3,4	18,0
Ménages & ISBLM	14 644	14 716	14 908	265	1,8	192	1,3	23,9
Total	51 106	65 667	62 456	11 351	22,2	-3 211	-4,9	100,0

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

Source: BCL.

- 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'Eurosysteme. 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.

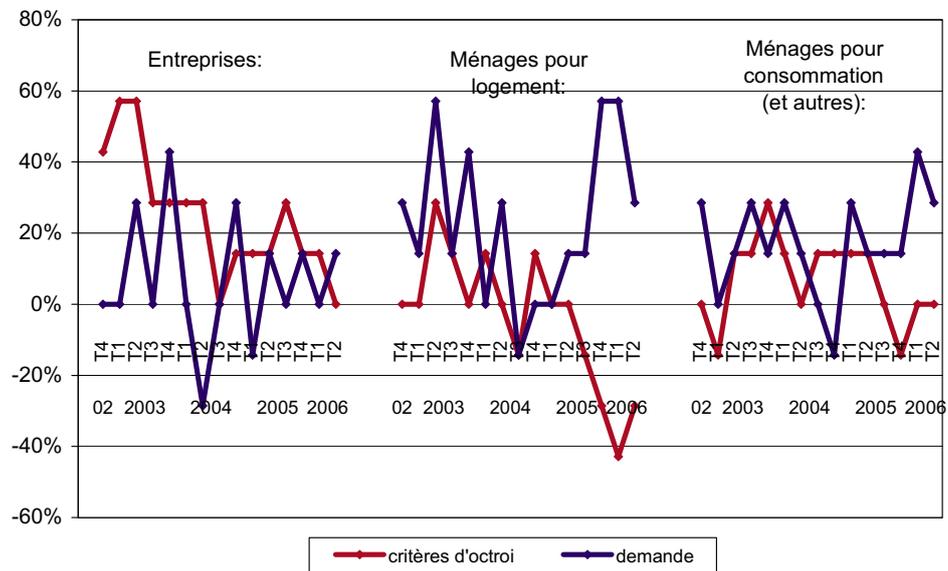
Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en «pourcentages nets» dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire: pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé 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 2006. Dans l'ensemble, au deuxième trimestre 2006, les résultats de l'échantillon luxembourgeois sont en ligne avec ceux de la zone euro. En effet, c'est surtout du côté de la demande nette que les deux échantillons font apparaître des résultats comparables: la demande nette des entreprises et des ménages respectivement s'est inscrite en hausse au Luxembourg ainsi qu'au sein de la zone euro. Pour ce qui est des critères d'octroi, aucun changement n'a été signalé au Luxembourg ni pour les critères d'attribution aux entreprises, ni pour les critères appliqués aux crédits à la consommation (et autres), alors que les critères appliqués aux crédits à l'habitat se sont assouplis davantage. Au niveau de la zone euro, les banques n'ont pas rapporté de changements pour les critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux entreprises, alors qu'un assouplissement net a été signalé pour les critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux ménages.

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

Graphique 28

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



Source: BCL

Entreprises: Pour la première fois depuis presque deux ans, les banques ont signalé que les critères d'octroi appliqués à l'attribution des crédits aux entreprises sont restés inchangés en net; néanmoins, cette évolution est attribuable à un effet statistique et non pas à un changement de politique de crédit d'une ou de plusieurs banques. Si aucun changement n'a été rapporté, les banques ont toutefois cité la concurrence bancaire comme ayant exercé une pression négative (c'est-à-dire contribuant à un assouplissement) sur les critères d'attribution.

La demande nette émanant des entreprises s'est légèrement accrue au cours du deuxième trimestre. Les sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé que cette évolution serait liée à une multitude de facteurs, notamment à un besoin de financement accru.

Ménages (habitat): S'agissant des critères de décision appliqués aux crédits à l'habitat, les sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont encore signalé un assouplissement net au deuxième trimestre. Les pourcentages nets sont toutefois moins importants qu'au trimestre précédent lorsqu'un plus-bas avait été enregistré. Les pourcentages nets étaient d'ailleurs devenus de plus en plus importants entre le deuxième trimestre 2005 et début 2006, de façon à faire apparaître une tendance négative qui pourrait être interprétée comme un assouplissement graduel et croissant. Depuis le

troisième trimestre de l'année passée, la concurrence bancaire aurait de plus en plus contribué à cette évolution.

En parallèle avec l'assouplissement net des critères à l'habitat, la demande nette pour ces crédits a été rapportée comme ayant augmenté, bien que les pourcentages nets soient moins élevés qu'aux deux trimestres précédents; la tendance haussière des pourcentages nets discernable depuis un certain temps fut donc interrompue au deuxième trimestre 2006. D'après les résultats de l'enquête, un besoin de financement accru lié aux perspectives sur le marché du logement constitue toujours l'élément principal à l'origine de cette forte hausse. Néanmoins, lors de l'enquête la plus récente nos contacts bilatéraux ont indiqué qu'il est fort probable que l'importante hausse de la demande nette observée depuis quelque temps est attribuable à un effet «shop around» où les ménages font des demandes de crédit auprès de plusieurs banques pour pouvoir profiter de l'offre la plus avantageuse.

Ménages (consommation): Aucun changement n'a été signalé pour les critères appliqués aux crédits à la consommation (et autres). Si les résultats indiquent que la concurrence des autres banques a contribué à un assouplissement des critères, les perceptions de risques liés à la capacité de remboursement des emprunteurs a exercé un effet opposé.

Du côté de la demande, une hausse nette a encore été signalée; les pourcentages nets relatifs à la demande sont cependant moins importants qu'au premier trimestre. La hausse enregistrée au premier trimestre est

en premier lieu attribuable à un besoin de financement accru lié aux dépenses de consommation en biens durables, alors que les achats de titres auraient exercé un effet modérateur.

Résultats des questions ad hoc incluses dans l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro menée en juillet 2006

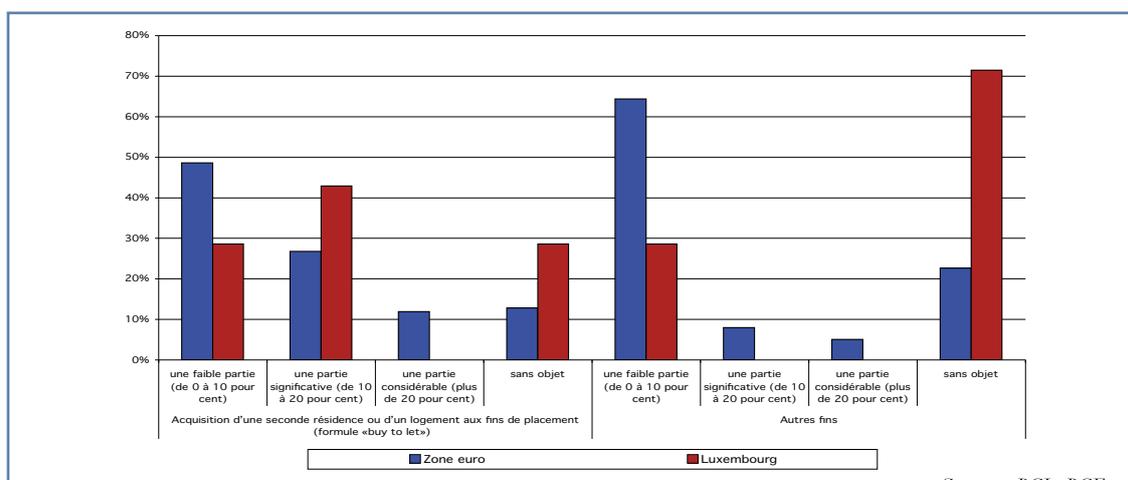
Depuis fin 2002, la BCL mène une enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire au Luxembourg. Cette enquête s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème et se présente sous forme d'un questionnaire relatif aux crédits consentis aux ménages et aux sociétés non financières. Le questionnaire, qui est de nature qualitative, est 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.

Alors qu'une série de questions standard portant à la fois sur la demande et sur l'offre de crédit figurent dans chaque questionnaire trimestriel, l'enquête de juillet comprenait deux questions ad hoc sur certains facteurs à l'origine de l'évolution dynamique des crédits à l'habitat dont les taux de croissance annuels enregistrés au premier semestre de l'année en cours se sont inscrits aux environs de 14% au Luxembourg et proche de 12% dans la zone euro. En particulier, les deux questions ad hoc portaient sur les crédits aux ménages garantis par un bien immobilier et contractés à d'autres fins que l'acquisition d'une résidence principale. Ces questions sont importantes étant donné qu'elles permettent d'avoir une idée plus précise sur demande n'émanant pas en premier lieu d'un besoin de logement.

Cet encadré compare les résultats obtenus au Luxembourg à ceux de la zone euro.

La première question se rapporte à l'encours des crédits aux ménages garantis par un bien immobilier destinés à d'autres fins que l'acquisition d'une résidence principale. Parmi ces crédits, on distingue notamment l'acquisition d'une résidence destinée soit aux fins de placement (formule «buy-to-let»), soit à d'autres fins tels les achats de biens de consommation, les placements financiers, les remboursements de créances et les situations d'un parent contractant un emprunt hypothécaire dans le but de transférer les fonds à un de ses enfants en vue de l'acquisition d'un logement; le graphique retrace les résultats relatifs à cette question.

Sur la base des informations dont vous disposez, quelle partie de l'encours des crédits aux ménages garantis par un bien immobilier actuellement comptabilisés dans les livres de votre banque estimez-vous avoir été contractée à d'autres fins que l'acquisition d'une résidence principale?



Sources: BCL, BCE

Note: Les résultats de la zone euro sont obtenus par pondération des données nationales; les pondérations sont calculées à partir de la part du total de l'encours des prêts nationaux dans le total de l'encours des prêts de la zone euro accordés aux résidents de la zone euro.

Le graphique montre que presque la moitié des banques comprises dans l'échantillon agrégé de la zone euro ont indiqué qu'une partie faible (entre 0 et 10 pour cent) de l'encours des crédits aux ménages garantis par un bien immobilier a été contractée aux fins de placement, comparé à 29% (l'équivalent de deux banques sur sept) au Luxembourg. 27% des banques de la zone euro ont indiqué que la partie de l'encours des crédits en question serait significative, contre 43% au Luxembourg; 12% des banques de la zone euro ont rapporté que cette partie serait considérable, comparé à 0% au Luxembourg. Les pourcentages relatifs à la catégorie «sans objet» sont plus élevés au Luxembourg que dans la zone euro, indiquant que les crédits octroyés à des fins de placement sont quelque peu moins usuels au Luxembourg que dans l'ensemble de la zone euro.

Quant à la proportion des crédits contractés à d'autres fins, comme définis ci-dessus, l'enquête indique que ce genre de financements demeure plutôt exceptionnel au Luxembourg: une vaste majorité des banques ont signalé qu'elles n'octroient pas de crédits à ces fins, alors que deux banques ont indiqué que la partie de l'encours des crédits garantis par un bien immobilier et destinés à d'autres fins est plutôt faible. Au niveau de la zone euro, par contre, uniquement 23% des banques ont rapporté qu'elles n'ont pas accordé de crédits à d'autres fins; 64% ont indiqué que la proportion de l'encours des crédits octroyés à d'autres fins serait faible, alors qu'une minorité des banques ont signalé que cette partie est supérieure à 10%.

La deuxième question porte sur l'évolution de ces crédits au cours des douze derniers mois et elle était formulée comme suit:

Selon vous, la proportion des crédits aux ménages garantis par un bien immobilier contractés au cours des douze derniers mois à d'autres fins que l'acquisition d'une résidence principale a-t-elle été, par rapport à la période de douze mois précédente:

Pour interpréter les résultats agrégés, il convient de noter qu'un pourcentage net positif (négatif) indique donc que la proportion des crédits aux ménages garantis par un bien immobilier contractés au cours des douze derniers mois à d'autres fins que l'acquisition d'une résidence principale est supérieure (inférieure) par rapport à la période de douze mois précédente; l'effet statistique d'une banque ayant coché «pratiquement inchangé» ou «sans objet» est identique.

Le tableau ci-dessous reprend les pourcentages nets calculés à partir des réponses fournies par les banques des échantillons luxembourgeois et de la zone euro.

		<i>Acquisition d'une seconde résidence ou d'un logement aux fins de placement (formule «buy to let»)</i>	<i>Autres fins</i>
Zone euro	Pourcentage net	14%	14%
	Sans objet	10%	19%
Luxembourg	Pourcentage net	57%	14%
	Sans objet	14%	29%

Note: Les résultats de la zone euro sont obtenus par pondération des données nationales; les pondérations sont calculées à partir de la part du total de l'encours des prêts nationaux dans le total de l'encours des prêts de la zone euro accordés aux résidents de la zone euro.

Sources: BCL, BCE

Les pourcentages nets relatifs à l'acquisition d'une seconde résidence ou d'un logement aux fins de placement sont largement supérieurs au Luxembourg par rapport à ceux de la zone euro (57% au Luxembourg contre 14% au niveau de la zone euro). Entre juin 2005 et juin 2006, ce genre de financement aurait donc augmenté davantage au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble.

Les pourcentages nets relatifs à l'évolution de la proportion des crédits contractés à d'autres fins sont égaux à 14% au Luxembourg aussi bien que dans la zone euro, indiquant que ce genre de financement a augmenté de façon symétrique.

Il est opportun d'expliquer les divergences des pourcentages attribués à la catégorie «sans objet» figurant dans les deux questions. Si, par exemple, deux banques (soit 27%) cochent «sans objet» dans la première question, indiquant qu'elles n'octroient pas de crédits garantis par un bien immobilier à d'autres fins que l'acquisition d'une résidence principale, on s'attendrait à ce que le nombre de banques cochant «sans objet» dans

la deuxième question serait également égal à deux. Prenons cependant l'exemple d'une banque qui accorde ce genre de crédits dans des cas spéciaux, comme par exemple pour le financement d'une résidence de loisir à l'étranger garantie par une résidence principale; le pourcentage de crédits octroyés dans ce contexte serait alors négligeable par rapport au total des crédits accordés, impliquant que la banque en question cocherait «sans objet». Si toutefois cette banque a constaté que la proportion de ces crédits a augmenté au cours des douze derniers mois, sans pourtant avoir augmenté suffisamment pour ne pas être considéré comme négligeable relatif au total des crédits octroyés, il serait inapproprié de cocher «sans objet» dans la deuxième question. Si aucun changement n'a été constaté, la banque en question a coché «pratiquement inchangé», ce qui a le même impact sur les pourcentages nets que la catégorie «sans objet». Ainsi, la première question est sans doute plus indicative de la situation actuelle au Luxembourg, alors que les pourcentages attribués à la catégorie «sans objet» sont moins élevés dans la deuxième question puisqu'ils tiennent compte de l'évolution de la proportion de crédits accordés dans des cas spéciaux, voire exceptionnels.

En résumé, on peut donc conclure que la situation actuelle au Luxembourg relative aux crédits pour acquisition d'une seconde résidence ou d'un logement garantis par un bien immobilier aux fins de placement est comparable à celle de la zone euro dans son ensemble, alors que les crédits octroyés à d'autres fins, comme par exemple de consommation, sont plus usuels dans la zone euro qu'au Luxembourg. Quant à l'évolution de ces crédits au cours des douze derniers mois, les résultats de l'enquête indiquent que les développements nationaux relatifs aux crédits garantis par un bien immobilier et destinés aux fins de placement ont probablement été plus dynamiques au Luxembourg que dans la zone euro.

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

A la suite d'une période prolongée de maintien des taux directeurs à un niveau historiquement bas, l'Euro-système a, par trois fois en décembre 2005, mars 2006 et juin 2006 relevé le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement. Ce resserrement monétaire, qui a représenté un total de 75 points de base, s'est traduit par une hausse de l'ensemble des taux débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises au cours du premier semestre 2006.

Ainsi, 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 accru de 15 points de base, passant de 3,62% en décembre 2005 à 3,77% en juin 2006. Sur un an, de juin 2005 (3,50%) à juin 2006 (3,77%), cette hausse atteint 27 points de base. Cette progression reste cependant très inférieure à celle du taux des opérations principales de refinancement de l'Euro-système sur la même période (75 points de base); l'encadré intitulé «un bref aperçu de la transmission de la politique monétaire aux taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises» revient sur ce point. Parallèlement, le volume mensuel moyen de nouveaux contrats ne cesse de croître puisqu'il était de 114 millions d'euros en 2003, 151 millions d'euros en

2004, 164 millions d'euros en 2005, pour atteindre 181 millions d'euros au cours des six premiers mois de 2006; cette hausse du volume des crédits contractés est étroitement liée à la hausse des prix immobiliers au cours des cinq dernières années. Il s'avère en outre que la hausse des prix immobiliers est cointégrée aux indicateurs fondamentaux, en particulier au niveau des taux d'intérêt. En d'autres termes, le niveau des prix immobiliers est en partie expliqué par les conditions très accommodantes offertes aux agents économiques en matière de financement²¹. Dans ces conditions, il est vraisemblable que les hausses des taux de refinancement viendront, dans les mois à venir, peser sur la progression des prix immobiliers et, partant, sur la demande de crédits; toutefois, ces hausses étant à la fois progressives et modérées, nombre d'observateurs du marché immobilier s'attendent à un atterrissage en douceur plutôt qu'à un retournement brutal du marché.

Sur la période allant de décembre 2005 (3,68%) à juin 2006 (4,12%), le coût des crédits autres qu'immobiliers, avec une PFTI inférieure à un an, affiche une hausse de 44 points de base; cette progression est assez proche de celle du taux de refinancement de l'Euro-système; sur un an, de juin 2005 (3,47%) à juin 2006, cette progression a en effet atteint 65 points de base. Il importe de souligner que les taux observés sur cette catégorie de crédits sont à la fois très volatiles et d'un niveau assez faible au regard de la moyenne de la zone

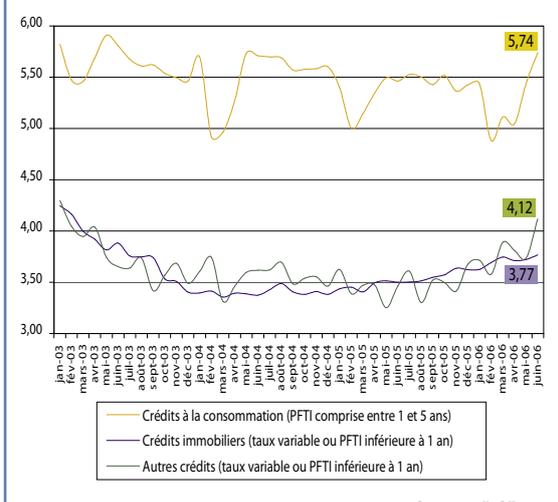
²¹ Pour plus d'informations, le lecteur pourra se reporter au cahier d'étude numéro 20 de la BCL: «Peut-on parler de bulle sur le marché immobilier au Luxembourg?» par Christophe Blot.

euro, ce qui s'explique par le fait que ces contrats servent en grande partie à des investissements en valeurs mobilières; par ailleurs, sur 10 contrats entrant dans cette catégorie, neuf ont une contrepartie non-résidente.

Au cours du premier semestre 2006, le coût des crédits à la consommation, avec une PFTI comprise entre un et cinq ans, a progressé de 32 points de base passant de 5,42% en décembre 2005 à 5,74% en juin 2006. La progression des taux sur cette catégorie de crédits semble importante entre février et juin 2006 (elle a atteint 86 points de base, ce qui surpasse très largement la progression du taux de refinancement de l'Eurosystème); cette évolution s'explique par l'existence d'une saisonnalité importante liée à la tenue de salons commerciaux en début d'année. Dans ce contexte, le volume mensuel des nouveaux contrats a progressé de 67% entre janvier et février 2006 (de 34 à 57 millions d'euros), puis de 7% entre février et mars 2006 (de 57 à 61 millions d'euros); celui-ci atteint en moyenne 50 millions d'euros par mois sur la période janvier – juin 2006.

Graphique 29

Evolution des taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux crédits accordés aux ménages de la zone euro

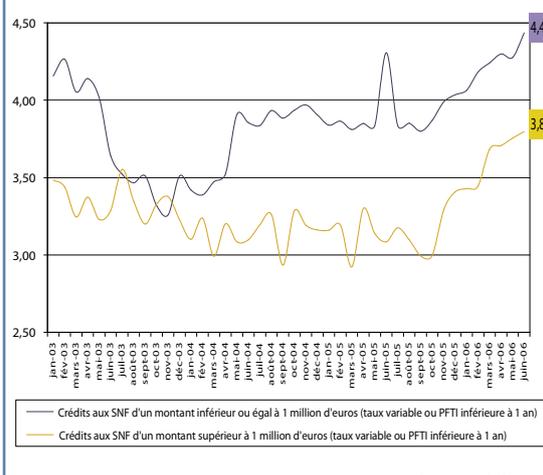


Source: BCL

Le taux des crédits aux sociétés non-financières (SNF), dont la PFTI est inférieure à un an et dont le montant n'excède pas un million d'euros, a progressé de 39 points de base durant la période de décembre 2005 (4,04%) à juin 2006 (4,43%); celui des crédits aux SNF, dont la PFTI est inférieure à un an et dont le montant est supérieur à un million d'euros, a progressé de manière équivalente, passant de 3,41% en décembre 2005 à 3,80% en juin 2006.

Graphique 30

Evolution des taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux crédits accordés aux SNF de la zone euro



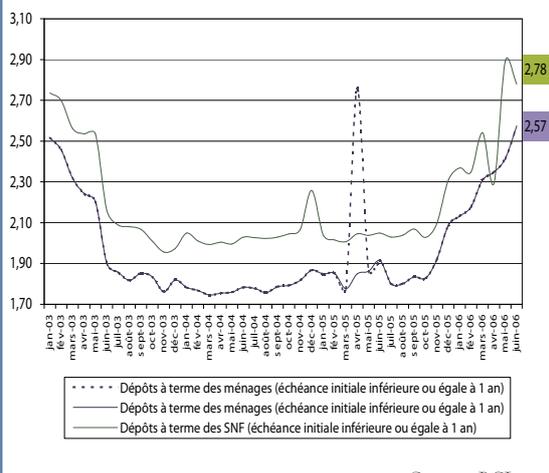
Source: BCL

La rémunération, par les banques luxembourgeoises, des dépôts à terme des ménages de la zone euro avec une maturité inférieure ou égale à un an, a augmenté de 49 points de base entre décembre 2005 (2,09%) et juin 2006 (2,57%). Parallèlement, celle des dépôts à terme des SNF augmentait 47 points de base, passant de 2,31% en décembre 2005 à 2,78% en juin 2006.

Puisque les maturités des produits inclus dans ce segment peuvent varier entre un jour et un an, il importe de noter que des opérations ponctuelles, visant des clientèles ciblées (ménages ou SNF), portant sur des montants très importants et émanant d'un nombre limité de banques peuvent créer des ruptures dans les séries historiques. Un tel phénomène est observable sur les dépôts à terme des ménages, où la rémunération moyenne s'est élevée à 2,76% pour le mois d'avril 2005, ce qui est largement supérieur à la moyenne de cette série. Sur le graphique qui suit, ce sursaut du taux d'intérêt sur les dépôts à terme a été représenté par une ligne pointillée. Afin de donner une lecture plus pertinente de la série historique, la ligne pleine sur le graphique représente l'évolution du taux d'intérêt corrigé de cet effet ponctuel. Ce phénomène explique également les taux faibles et élevés respectivement observés en avril et mai 2006 pour les dépôts des SNF.

Graphique 31

Evolution des taux d'intérêt appliqués aux dépôts ayant une maturité inférieure ou égale à un an, par les banques luxembourgeoises



Un bref aperçu de la transmission de la politique monétaire aux taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises

L'observation des données relatives aux taux d'intérêt débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises a montré que le resserrement monétaire de 75 points de base opéré par l'Eurosystème en décembre 2005, en mars 2006 et en juin 2006, s'est traduit par des hausses comprises entre 15 points de base pour les taux des crédits immobiliers et 49 points de base pour ceux des dépôts des ménages. Le fait que l'impulsion initiale de 75 points de base ne se soit pas intégralement transmise aux taux débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises ne doit pas surprendre puisque la transmission des modifications des conditions de financement offertes à la clientèle des banques se fait en général suivant un délai relativement long; ainsi, par exemple, s'appuyant sur les données de cinq grands pays de l'OCDE²², Cottarelli et Kourelis (1994) ont mesuré un délai de transmission moyen de 6 mois.

Pour décrire la situation au Luxembourg, nous proposons d'estimer le pouvoir explicatif de l'évolution des taux courts sur celle des taux débiteurs et créditeurs des banques à l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires; cette analyse est complétée à l'aide d'indicateurs simplifiés. Les données sur lesquelles se base cette analyse sont collectées depuis janvier 2003, ce qui est relativement récent.

Le pouvoir explicatif des taux courts est-il satisfaisant dans le cas des banques luxembourgeoises?

Notons tout d'abord que le taux de refinancement de l'Eurosystème influence directement les taux du marché monétaires et indirectement les taux à long terme. En effet, la répartition des impulsions de politique monétaire sur la courbe des taux n'est pas univoque en raison notamment de l'impact des anticipations macro-économiques. Cela montre, entre autres, l'importance de la structure bilantaire des banques et des opérations de transformation d'échéance dans la détermination des taux débiteurs et créditeurs des banques.

Traditionnellement, la plupart des crédits accordés par les banques luxembourgeoises aux agents économiques non financiers de la zone euro sont à taux variables; seuls les crédits à la consommation ne satisfont pas à cette règle, puisqu'ils portent des taux d'intérêt dont la période de fixation est calquée sur la durée du crédit.

22 L'Allemagne, le Canada, les Etats-Unis, le Japon et le Royaume-Uni.

Ainsi, au Luxembourg, la durée de fixation de référence pour ce type de crédits est majoritairement comprise entre un et cinq ans (près de 66% des nouveaux contrats). D'un point de vue statistique, deux difficultés se posent pour l'observation de l'évolution des taux des crédits à la consommation, à savoir, d'une part, la forte saisonnalité de la série, et, d'autre part, l'impossibilité de déterminer de manière précise la maturité moyenne des crédits; ce dernier aspect est fondamental dans la mesure où il n'est pas exclu que cette maturité moyenne soit très différente d'un mois à l'autre. Par conséquent, ces incertitudes nous contraignent à exclure les crédits à la consommation de l'analyse présentée ci-dessous; nous nous concentrons sur un ensemble de quatre taux débiteurs (crédits immobiliers, crédits aux SNF dont le montant est inférieur ou supérieur à un million d'euros et les autres crédits) et de deux taux créditeurs (les dépôts à moins d'un an des ménages et des SNF).

A l'aide de la méthode des moindres carrés ordinaires, nous pouvons comparer la part de l'évolution des taux débiteurs et créditeurs expliquée par l'évolution du taux interbancaire EONIA avec la part expliquée par un modèle plus complet faisant intervenir un nombre plus important de variables (Euribor 1, 3, 6 et 12 mois, emprunts d'Etats à 5 et 10 ans, LTIR Lux²³ une estimation du rendement des émissions à 10 ans sur le marché luxembourgeois); parmi ces variables, seules celles qui permettent d'améliorer la part expliquées (R² ajusté) sont retenues; les résultats sont présentés dans le tableau ci-dessous:

Estimation des modèles explicatifs par la méthode des moindres carrés ordinaires

	Variable explicative unique: EONIA		Variables explicatives multiples			
	R ² ajusté	Coefficient (t - stat)	R ² ajusté	Variables	Coefficients	t - stat
Crédits immobiliers	0,68	0,7193 (9,343)	0,89	Euribor 6 Euribor 12 EUR 5 EUR 10 Const.	3,3603 -3,1775 1,1910 -0,7190 2,4880	13,4114 -9,5931 4,3154 -3,7614 12,2423
Crédits aux SNF (<€1m)	0,47	0,8184 (6,153)	0,76	Euribor 12 EUR 5 EUR 10 LTIR Lux. Const.	1,1798 -1,2684 0,9792 -0,3310 2,4775	4,4486 -2,5563 3,7826 -2,1234 5,3509
Crédits aux SNF (>€1m)	0,43	0,5651 (5,690)	0,66	Euribor 12 EONIA LTIR Lux Const.	0,3254 0,3224 0,1097 1,3355	4,8856 4,2777 3,0181 2,4567
Autres crédits	0,66	0,7221 (8,955)	0,74	EONIA EUR 10 Const.	0,6996 0,1728 1,4139	9,9063 3,6823 6,1363
Dépôts à terme des ménages	0,94	0,9455 (25,603)	0,99	Euribor 1 Euribor 3 Euribor 6 Euribor 12 Const.	1,0219 -0,9430 1,4555 -0,5995 -0,1436	7,9239 -7,4103 14,6331 -6,9196 -3,6558
Dépôts à terme des SNF	0,88	0,9601 (17,033)	0,91	Euribor 1 Euribor 3 Euribor 6 Euribor 12 Const.	1,0974 -0,9711 1,5106 -0,6875 0,0646	2,9598 -2,6544 5,2826 -2,7604 0,5718

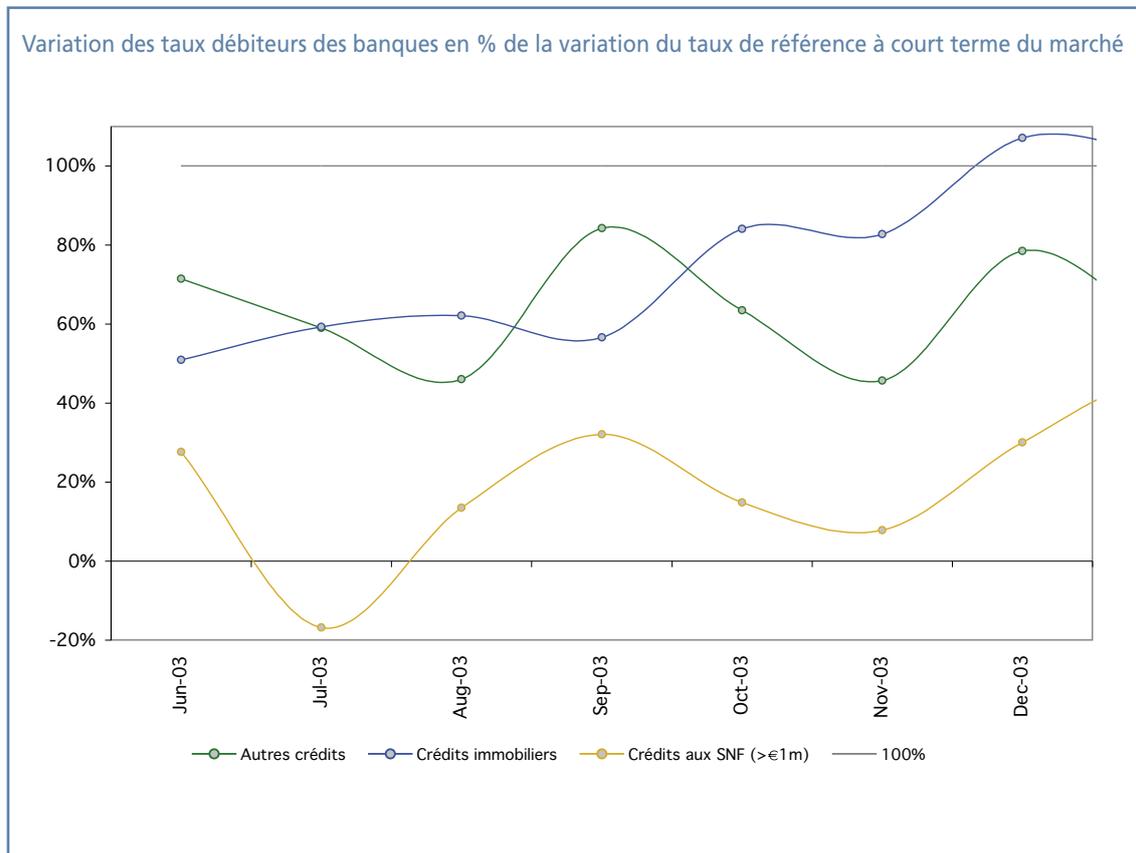
Note: Les valeurs critiques à comparer avec la valeur absolue de la statistique t sont: 2,5758 (1%), 1,96 (5%) et 1,6449 (10%).

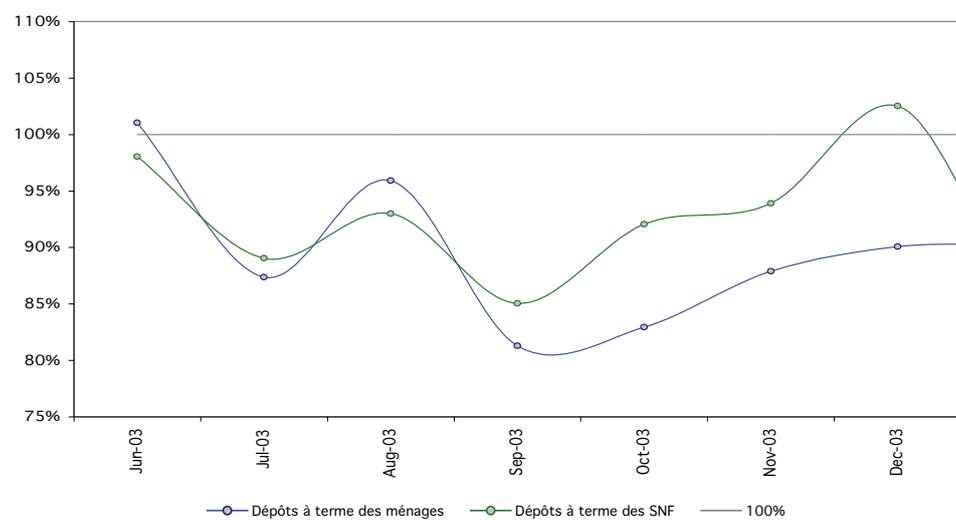
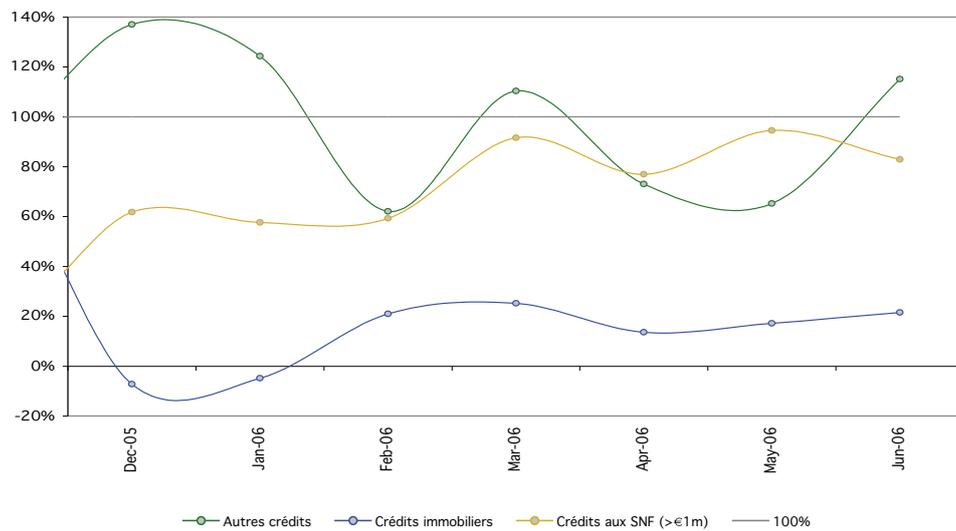
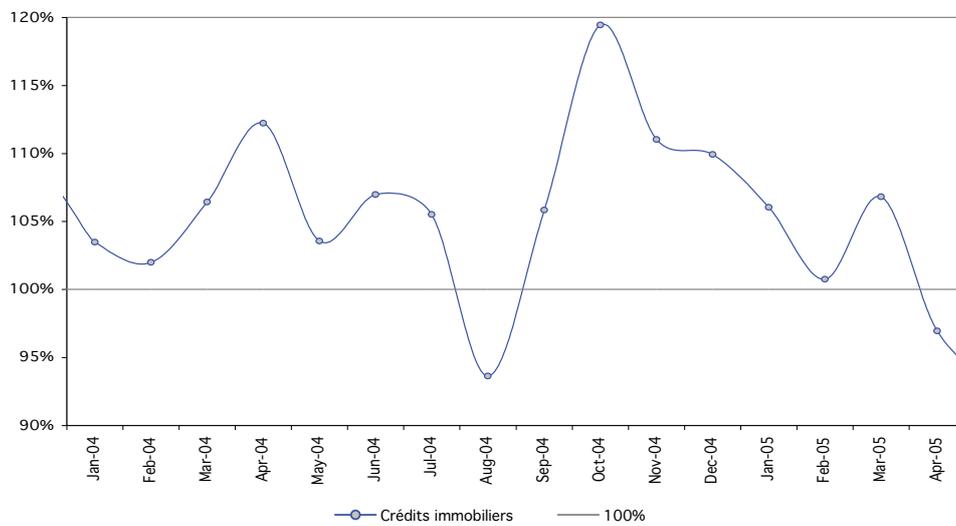
23 Le LTIR Lux est calculé par la BCL à partir d'un panier de titres de créances à 10 ans émis sur le marché luxembourgeois.

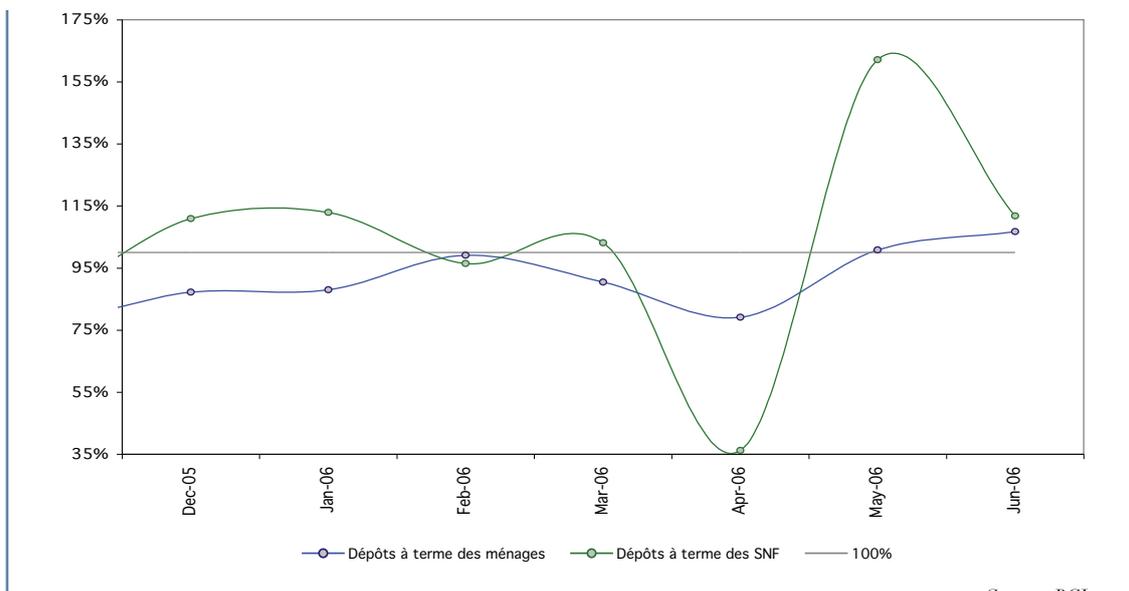
Il ressort de l'observation du tableau ci-dessous que l'évolution du taux EONIA ne permet d'expliquer qu'une part limitée de l'évolution des taux d'intérêt des crédits immobiliers, des crédits aux SNF et des autres crédits (respectivement 68%, 43%, 47% et 66%); l'utilisation de modèles faisant apparaître plus de variables améliore la part expliquée. En revanche, pour les taux créditeurs la part expliquée par l'évolution du taux interbancaire est satisfaisante (88% pour les dépôts des SNF et 94% pour les dépôts des ménages). Toutefois, il convient de formuler deux critiques concernant la technique utilisée et partant la robustesse de nos observations. Tout d'abord les observations s'étendent sur une période relativement courte (42 mois), notamment au regard du nombre limité d'événements de politique monétaire survenu (5 modifications du taux de l'Eurosystème). Ensuite, celle-ci débute au lendemain de la baisse de 50 points de base du taux de refinancement survenue en décembre 2002. Il est donc proposé de compléter cette première approche à l'aide d'un indicateur simplifié du délai de transmission des taux du marché monétaire aux taux débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises.

Une estimation du délai de transmission des taux courts

Les graphiques ci-dessous comparent les variations des taux débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises en proportion de la variation du taux de référence à court terme du marché, en l'occurrence le taux EONIA. Cette comparaison est effectuée à partir d'une date de référence fixe, correspondant à la période précédant une modification du taux de refinancement de l'Eurosystème. Nous n'avons retenu que deux dates de référence: février 2003 et novembre 2005, correspondant respectivement à la première baisse et à la première hausse observables sur la période allant de janvier 2003 à juin 2006. Ainsi, par exemple, entre février et août 2003, le taux EONIA a diminué de 66,54 points de base, tandis que les taux des crédits immobiliers et des autres crédits baissaient de respectivement 41,37 et 30,67 points de base, soit des transmissions respectives de 62% et 46% de la variation du taux EONIA; les valeurs observées en septembre 2003 correspondent au taux de transmission sur la période février 2003 – septembre 2003.







Source: BCL

Nous constatons que le taux de transmission est beaucoup plus important pour les taux créditeurs qu'il ne l'est pour les taux débiteurs.

Malgré tout, le délai pour intégrer 100% de la baisse des taux courts dans le contexte du double assouplissement monétaire de mars et juin 2003 est identique pour les crédits immobiliers, les dépôts des ménages et ceux des SNF. Il atteint six mois, ce qui est conforme aux observations relevées par Cottarelli et Kourelis. En revanche, sur la période de resserrement monétaire entamée en décembre 2005, le taux de transmission des taux du marché monétaire aux taux des crédits immobiliers est relativement faible; toutefois l'importance de ce phénomène peut être nuancée par le fait que celui-ci a été assez nettement supérieur à 100% sur pratiquement toute la période allant de décembre 2003 à avril 2005. Cela pourrait signifier que le renchérissement des conditions de refinancement, survenu en décembre 2005, avait été anticipé par les banques luxembourgeoises, du moins dans le cadre de la négociation des taux des nouveaux contrats. Dans le même temps, les crédits aux SNF semblent intégrer mieux, et plus rapidement, les hausses des taux que les baisses. Le délai d'ajustement de la rémunération des dépôts des ménages s'améliore pour atteindre trois mois (contre six mois dans la période d'assouplissement de 2003); le constat est identique en ce qui concerne le délai d'ajustement de la rémunération des dépôts des SNF qui devient quasiment nul. Ceci semble logique compte tenu de l'importance du financement par intermédiation bancaire de l'économie luxembourgeoise et du rôle majeur des activités de banque privée et de gestion d'actifs de tiers. Ces deux éléments tendent à accroître la pression concurrentielle sur le segment des dépôts des agents économiques non financiers. Ce constat n'est par ailleurs pas fortuit puisque c'est sur ce segment que la part expliquée par l'évolution des taux courts du marché est la meilleure. Toutefois, la volatilité importante de la rémunération des contrats des SNF limite quelque peu la valeur interprétative de ces observations; en effet, comme cela est expliqué dans le présent bulletin, les maturités des produits inclus dans les dépôts pouvant varier de un jour à un an, des mises en place ponctuelles de contrats portant des valeurs extrêmes peuvent créer des ruptures de tendance dans les séries.

Conclusions

Comme nous l'avons vu, les données sur lesquelles se basent cette analyse sont collectées depuis janvier 2003, ce qui est relativement récent et empêche l'utilisation de procédures plus robustes en matière d'analyse. Par ailleurs, dans le cas des taux débiteurs, les constats sont assez différents entre la période d'assouplissement monétaire allant de mars à juin 2003 et la période de resserrement allant de décembre 2005 à juin 2006. Enfin, le pouvoir explicatif de l'évolution des taux courts sur l'évolution des taux débiteurs et créditeurs est dans une majorité de cas incomplet; cela rend plus complexe la détermination de la relation de transmission de la politique monétaire, puisque le nombre de paramètres exogènes, tels que les anticipations macroéconomiques ou la répartition du passif sur la courbe des taux, augmente. Toutefois nous pouvons retenir de cet exercice que l'ajustement des taux créditeurs des ménages et des SNF aux conditions du marché monétaire est beaucoup plus rapide que celui des taux débiteurs.

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

La bonne tenue de l'industrie des fonds d'investissement et le climat boursier favorable se confirment au cours du second trimestre 2006 où la prolongation de la reprise de l'économie et des places boursières mondiales a eu un impact favorable sur les bénéfices des banques luxembourgeoises qui ont terminé cette période avec des résultats en forte augmentation. Ainsi, entre fin juin 2005 et fin juin 2006, l'indice Luxx a affiché une performance de 32,1%, le DAX allemand ayant progressé de 23,9% et devançant ainsi le Royaume-Uni (FTSE +14,1%). Du côté français, le CAC 40 a été en hausse de 17,4% sur cette même période. L'excellente évolution des marchés financiers européens se traduit par une stimulation continue de l'activité bancaire au Grand-Duché. Ceci se manifeste non seulement par une hausse du volume d'activité dans le domaine des crédits, mais également par un surcroît de transactions boursières, où les banques interviennent en tant qu'intermédiaires pour le compte de leurs clients.

Dans ces conditions, les banques de la place ont pu dégager un résultat avant provisions de 3 082 millions d'euros au 30 juin 2006, ce qui représente une hausse de 41,8 % par rapport au 30 juin 2005, date à laquelle ce chiffre s'élevait à 2 173 millions d'euros.

Le produit bancaire, couvrant l'ensemble des revenus bancaires de la place, augmente de 26,4% pour s'établir à 5 019 millions d'euros au 30 juin 2006. La marge sur intérêts est, quant à elle, en progression de 9,3% et atteint 2 176 millions d'euros au 30 juin 2006 contre 1 990 millions d'euros à la même date de l'année précédente. L'amélioration de la marge sur intérêts s'explique essentiellement par les hausses des taux directeurs de la BCE, survenues en décembre 2005, mars 2006 et juin 2006. En effet, les banques ont non seulement pu effectuer des transformations d'échéances à trois reprises ce qui leur a permis d'augmenter leurs revenus mais elles ont encore pu profiter de la progression du volume d'affaire stimulée par l'augmentation des taux directeurs.

Tableau 20 *Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois^{1) 2)}*

		2005 / 06	2006 / 06	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	16 277	22 565	38,6	6 288
2	Intérêts bonifiés	14 287	20 389	42,7	6 102
3	Marge sur intérêts (1-2)	1 990	2 176	9,3	186
Revenus nets:					
4	sur réalisation de titres	224	189	-15,6	-35
5	sur commissions	1 548	1 884	21,7	336
6	sur opérations de change	150	221	47,3	71
7	sur divers	59	549	830,5	490
8	Revenus nets (4+5+6+7)	1 981	2 843	43,5	862
9	Produit bancaire (3+8)	3 971	5 019	26,4	1 048
10	Frais de personnel	950	1 047	10,2	97
11	Frais d'exploitation	692	756	9,2	64
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 642	1 803	9,8	161
13	Impôts divers, taxes et redevances	20	20	0,0	0
14	Amortissements sur immobilisé non financier	136	114	-16,2	-22
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	2 173	3 082	41,8	909

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

Les intérêts perçus ainsi que les intérêts bonifiés ont en conséquence augmenté en chiffres absolus. Fin juin 2006, les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 22 565 millions d'euros (en hausse de 38,6 % sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient un montant de 20 389 millions d'euros (en hausse de 42,7 % par rapport au 30 juin 2005). Considérant ces différents développements, la marge sur intérêts augmente son importance relative, qui s'élève à 43,4 % au 30 juin 2006 (par rapport à 37,5% au 31 mars 2006), dans le produit bancaire.

L'amélioration de la marge sur intérêts s'explique essentiellement par les hausses des taux directeurs de la BCE, survenues en décembre 2005, mars 2006 et juin 2006. En effet, les banques ont pu effectuer des transformations d'échéances à trois reprises ce qui a permis d'augmenter leurs revenus.

La neutralisation des revenus nets sur divers permet toutefois de constater que le solde sur commissions gagne en importance dans le produit bancaire au détriment de la marge sur intérêts qui passe de 50,87% fin juin 2005 à 48,6% fin juin 2006.

Le résultat hors intérêts a surtout été marqué par une hausse du solde net sur commissions et par une forte progression des revenus nets sur divers. Le solde sur commissions, qui est fortement influencé par le volume d'activités de la clientèle privée et par les fonds d'investissements – pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire, voire pour certaines d'administration centrale – a bénéficié des conditions favorables prévalant sur les marchés financiers. Ces facteurs expliquent la hausse des commissions, qui se sont accrues à concurrence de 336 millions d'euros (+21,7 %) sur 12 mois, passant de 1 548 millions d'euros au 30 juin 2005 à 1 884 millions d'euros un an plus tard. Le développement favorable des commissions perçues est confirmé 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. Il reste à remarquer que la VNI des OPC s'est établie en effet à un niveau record de 1 652 milliards d'euros fin juin 2006.

Les revenus nets sur réalisation de titres n'ont pas pu franchir le niveau atteint en 2006. La marge sur réalisation de titres a en effet diminué de 15,6%, soit de 35 millions d'euros, pour s'élever à 189 millions d'euros fin juin 2006.

Les revenus nets sur divers connaissent pour leur part une augmentation relative de 830,5 %, qui représente 490 millions d'euros en chiffres absolus entre juin 2005 et juin 2006. Cette hausse considérable de 830,5% des revenus nets sur divers doit cependant être interprétée avec prudence étant donné le faible niveau de ce poste au premier semestre 2005. En effet, avec 549 millions d'euros, ces revenus non récurrents et par nature volatils ont atteint au 30 juin 2006 un solde record comparé aux premiers semestres de la décennie passée. Cette évolution est majoritairement due à une plus-value extraordinaire réalisée par une banque de la place suite à la filialisation d'une de ses activités principales. Il faudra remarquer que cette transaction, qui bénéficie d'une exonération fiscale, est la source de la progression notable du produit bancaire de 26,4% ainsi que du résultat brut avant provisions de 41,8%. Toutefois, une neutralisation de cette plus-value inhabituelle nous permet de relever une croissance toujours robuste de 19,8% du résultat brut avant provisions.

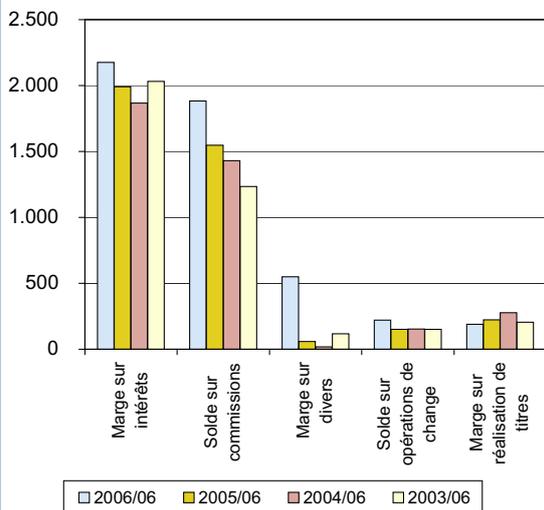
Du côté des dépenses, on relève des frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) qui affichent une hausse de 9,8 % (+161 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 1 803 millions d'euros au 30 juin 2006 contre 1 642 millions d'euros un an plus tôt. Cette hausse est essentiellement (60%) imputable aux frais de personnel, qui ont augmenté suite à l'effet cumulé d'une progression de l'emploi dans les établissements de crédit de l'ordre de 1 100 unités entre juin 2005 et juin 2006 et de l'indexation des salaires (+2,5%) survenue en octobre 2005.

La création nette d'emplois dans le secteur bancaire au premier semestre 2006 est essentiellement à la base de la hausse des frais de fonctionnement. La progression des frais de conseil en informatique, des frais de déplacement, des frais de représentation, des honoraires ainsi que des fournitures de bureau est à l'origine de la hausse des charges d'exploitation de 9,2% ou 64 millions d'euros.

L'amélioration du ratio coûts sur revenus qui passe de 41,4% au 30 juin 2005 à 35,9% au premier semestre 2006 est essentiellement due à la forte progression des revenus extraordinaires. La neutralisation de ces revenus permet de calculer un ratio coûts sur revenus de 41,9% au 30 juin 2005 et de 40,3% au 30 juin 2006, soit un ratio qui se compare non seulement avantageusement sur le plan international mais qui s'est également amélioré de 3,8% par rapport à 2005.

Graphique 32

Evolution des principales composantes des revenus bancaires au cours du premier semestre de 2006 par rapport aux années précédentes



Source: BCL

Du fait de ces évolutions, le résultat avant provisions s'est accru de 41,8 % ou 909 millions d'euros en comparaison annuelle.

1.3.7.3 Les organismes de placement collectif

D'une manière générale, le climat favorable aux organismes de placement collectif (OPC), au Luxembourg comme à l'étranger, s'est poursuivi au début du premier semestre 2006. Dans le contexte de hausses des taux d'intérêt directeurs de la Réserve Fédérale américaine et de la BCE, les rendements des titres de créance libellés en euro et en dollar américain ont augmenté durant le premier semestre 2006 et affichent des taux de croissance favorables sur base annuelle. Bien qu'il n'existe pas de corrélation parfaite entre les rendements à court terme et à long terme, il est vraisemblable que dans le contexte d'une courbe de taux d'intérêt positive, les rendements des obligations à long terme soient également portés à la hausse. Sur la même période, les principaux indices d'actions européens affichent également une évolution positive, contribuant ainsi à stimuler la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois.

Toutefois, le mois de mai 2006 a été marqué, d'une part par le repli des principaux indices boursiers et partant de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois et d'autre part par l'apport moindre en capital.

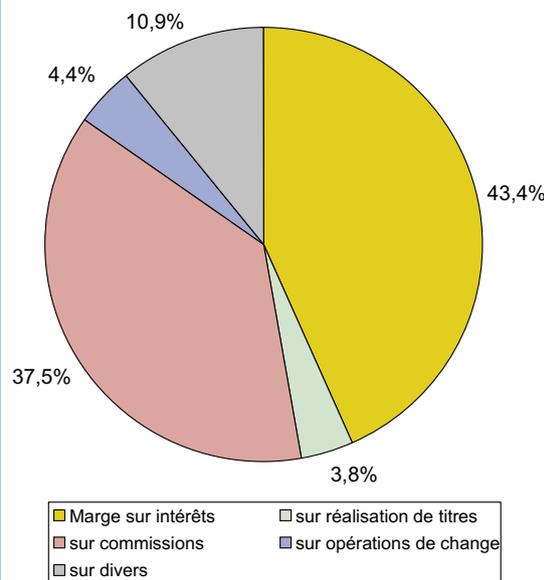
Finalement, différents facteurs perturbateurs, tels que la hausse du prix du pétrole, l'instabilité géopolitique, en particulier au Moyen-Orient, ainsi que l'affaiblissement du dollar face à l'euro, ont certainement pesé sur le développement de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois.

L'évolution de l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement a cependant été contrariée par un développement lent des fonds de pension internationaux (ASSEP²⁴ et SEPCAV²⁵). Notons qu'au cours des six premiers mois de l'année 2006 leur nombre, qui atteint 15 unités au 30 juin, est resté stable par rapport à décembre 2005.

Malgré ce constat mitigé pour les fonds de pension internationaux, on notera que la diversification entreprise par le Gouvernement pour stimuler l'activité sur la place financière a porté ses fruits, notamment à

Graphique 33

Poids des principales composantes dans les revenus bancaires au cours du premier semestre de 2006



Source: BCL

24 ASSEP: Association d'épargne-pension

25 SEPCAV: Société d'épargne-pension à capital variable

travers le développement très favorable des SICAR²⁶, issus de la loi du 15 juin 2004. Au 10 juillet 2006, on dénombrait déjà 70 entités, ce qui représente un accroissement de 94,4% par rapport à décembre 2005 (36 entités).

Finalement, au 30 juin 2006, on note 8 entités constituées conformément à l'article 21 (1) de la loi du 22 mars 2004 relative aux organismes de titrisation, soit une augmentation de 2 unités par rapport au 31 décembre 2005.

- L'évolution en nombre

Les six premiers mois de l'année 2006 se sont caractérisés par la poursuite de l'évolution très favorable des OPC luxembourgeois, à la fois en nombre et en termes de VNI. Ainsi, le nombre d'OPC a augmenté de 70 unités au 30 juin 2006, de sorte que le nombre total d'OPC inscrits sur la liste officielle s'établit à 2 130 unités. Parmi ces OPC, 1 336 ont adopté une structure à compartiments multiples abritant 8 115 compartiments, alors que 794 OPC ont opté pour une structure classique.

Tableau 21 Evolution du nombre et de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois¹

<i>En fin de période</i>	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006/06
1. Nombre d'OPC	1 384	1 426	1 521	1 630	1 785	1 908	1 941	1 870	1 968	2 060	2 130
2. Valeur nette d'inventaire en EUR millions	308 605	391 766	486 843	734 500	874 600	928 447	844 508	953 302	1 106 222	1 525 208	1 652 126

¹) Les données se rapportant aux années 1996 à 1998 ont été converties en EUR sur base du taux de conversion EUR = 40,3399 LUF
Source: CSSF

- L'évolution de la valeur nette d'inventaire

L'actif net total géré par les OPC s'est accru de 8,3% au cours des six premiers mois de l'année 2006, pour s'établir à 1 652 126 millions d'euros à la fin du mois de juin 2006. Sur un an, entre juin 2005 et juin 2006, la VNI s'est accrue de 28,1%, soit 362 339 millions d'euros.

Ce développement favorable s'explique par la conjonction de plusieurs facteurs, à savoir l'évolution haussière des marchés financiers et l'investissement net en capital²⁷ positif au cours des douze derniers mois, malgré des inflexions négatives sur les marchés financiers en mai et juin 2006.

L'investissement mensuel net moyen en capital au cours des six premiers mois de l'année 2006 s'est élevé à

25 594 millions d'euros contre 19 690 millions d'euros en 2005. Ainsi, l'investissement net en capital, qui s'était élevé à 236 277 millions d'euros en 2005, atteint déjà 153 565 millions d'euros au terme des six premiers mois de l'année 2006.

La partie de la variation annuelle de la VNI en termes bruts qui s'explique par la seule progression des marchés financiers est passée d'une hausse cumulée de 182 709 millions d'euros pour toute l'année 2005 à une diminution de 26 647 millions d'euros entre décembre 2005 et fin juin 2006. Ce tassement est en grande partie survenu au cours du mois de mai 2006 (-64 356 millions d'euros), compensant les plus values réalisées depuis le début de l'année. Les indicateurs disponibles confirment cette évolution négative des marchés financiers et son influence sur la valeur nette d'inventaire des OPC.

²⁶ SICAR: Société d'investissement en capital à risque

²⁷ Emissions de parts – rachats de parts d'OPC

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

Année / mois	Nombre d'OPC	Nombre de compart.	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ^{1,2)}	Variation des marchés financiers ^{2,3)}	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %	Année / mois
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1			2000
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2			2001
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0			2002
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9			2003
2004	1 968	7 876	1 106 222	10 081	5 299	152 920	16,0			2004
2005										2005
mars	1 987	7 964	1 194 010	61 320	-3 968	161 238	15,6	14 805	1,3	mars
juin	2 025	8 207	1 289 787	36 772	27 220	242 967	23,2	42 380	3,4	juin
sep.	2 053	8 332	1 423 551	75 901	21 694	364 626	34,4	62 554	4,6	sep.
déc.	2 060	8 497	1 525 208	62 284	27 133	418 986	37,9	50 657	3,4	déc.
2006										2006
jan.	2 052	8 548	1 583 244	34 110	23 926	436 659	38,1	58 036	3,8	jan.
fév.	2 080	8 626	1 638 106	36 018	18 844	458 901	38,9	54 862	3,5	fév.
mars	2 091	8 724	1 675 260	36 441	713	481 250	40,3	37 154	2,3	mars
avril	2 103	8 782	1 702 239	29 196	-2 217	505 098	42,2	26 979	1,6	avril
mai	2 113	8 855	1 657 677	19 794	-64 356	410 270	32,9	-44 562	-2,6	mai
juin	2 130	8 909	1 652 126	-1 994	-3 557	362 339	28,1	-5 551	-0,3	juin

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 et/ou 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

- Les OPC monétaires

La somme des bilans des OPC monétaires luxembourgeois s'élevait à 186 472 millions d'euros au 30 juin 2006 contre 180 712 millions d'euros à la fin de l'année 2005 et 169 505 millions d'euros en juin 2005. Dans le sillage de l'augmentation des taux directeurs de la BCE, survenue entre décembre 2005 et juin 2006, la somme des bilans a augmenté de 3,2% (soit 5 760 millions d'euros). Sur un an, c'est à dire entre juin 2005 et juin 2006, cette croissance a été plus importante avec une hausse de 16 967 millions d'euros (soit 10,0%). Cette évolution positive ne peut dissimuler le fait que les rendements des OPC monétaires qui investissent en dollar américain ont été marqués par l'affaiblissement du dollar face à l'euro au cours du premier semestre 2006.

Au cours des six premiers mois de l'année, le nombre de compartiments d'OPC monétaires a été porté à 433, contre 416 en décembre 2005 et 415 un an plus tôt (juin 2005).

L'examen du portefeuille de titres autres que des actions des OPC monétaires luxembourgeois, appréhendé sous un angle sectoriel, met en exergue le fait que les actifs détenus par ces OPC se composent majoritairement de titres émis par les établissements de crédits. Ces derniers représentent 53,0% du total, soit 84 946 millions d'euros, en juin 2006. La catégorie des autres secteurs suit immédiatement (autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurances et fonds de pension, sociétés non financières et ménages) avec 37,8% alors que les administrations publiques ferment la marche, avec 9,2%.

D'un point de vue géographique, lorsque l'on s'intéresse à l'origine des émetteurs de cette catégorie de titres, on constate que le Luxembourg joue un rôle mineur (2,6% du total, soit 4 087 millions d'euros). Avec un volume de 2 899 millions d'euros, les émissions des établissements de crédit luxembourgeois représentent la part la plus importante des investissements domestiques des OPC monétaires. Le volume

des titres émis par les autres intermédiaires financiers est en forte progression sur un an (+73,2%), pour atteindre 853 millions d'euros alors que le volume des titres émis par des administrations publiques luxembourgeoises demeure faible. Dans ce contexte, on notera que les OPC monétaires sont à la recherche d'émissions de titres assortis d'un rendement garanti auquel les administrations publiques luxembourgeoises ne peuvent pratiquement pas contribuer au stade actuel en raison de la faiblesse de la dette publique. Par conséquent, l'investissement total des OPC monétaires luxembourgeois dans cette catégorie de titres s'élevait à 46 millions d'euros au 30 juin 2006, soit seulement 0,03% du total des émetteurs.

Les investissements en titres émis par des résidents d'autres pays de la zone euro se caractérisent par une forte concentration (25,9% sur le total de 46,8%) sur des titres émis par des établissements de crédit. L'investissement en titres émis par des administrations publiques s'élève à 12 047 millions d'euros, soit 7,5% du total du portefeuille de titres autres que des actions émises. Ce pourcentage relativement élevé par rapport

aux émetteurs résidents s'explique par le choix d'une vaste palette d'émissions publiques très liquides dans la majorité des autres pays membres de la zone euro. Le choix et la liquidité des titres de créance émis par les sociétés d'assurances et fonds de pension semblent être très limités, comme sur le marché luxembourgeois. Leur part a fortement augmenté (121,5%) au premier semestre 2006 mais leur poids relatif n'est que de 0,7% de l'ensemble de portefeuille pour un volume total de 1 154 millions d'euros à fin juin 2006.

La situation des investissements en titres de créance émanant des émetteurs du reste du monde est identique à celle des émetteurs des autres pays de la zone euro, soit une forte concentration (25,3% du poids relatif) sur émissions effectuées par des établissements de crédits. Le volume des titres, émis par les autres secteurs s'élevait à 38 029 millions d'euros au 30 juin 2006, soit une part relative de 23,7% de l'ensemble des émissions. Les émissions des administrations publiques des pays hors de la zone euro jouent un rôle mineur avec un encours de 2 621 millions d'euros au 30 juin 2006.

Tableau 23 *Portefeuille de titres autres que des actions détenues par les OPC monétaires luxembourgeois*

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif	
	2005/06	2005/12	2006/06	2005/06 - 2006/06		2005/12 - 2006/06		2006/06	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géographique ²⁾
Emetteurs résidents	2 478	3 460	4 087	1 608	64,9	626	18,1	2,6	100,0
Etablissements de crédit	1 851	2 088	2 899	1 048	56,6	811	38,8	1,8	70,9
Administrations publiques	41	22	46	5	12,1	25	113,6	0,0	1,1
Autres secteurs	586	1 350	1 142	556	94,8	-209	-15,5	0,7	27,9
Autres intermédiaires financiers	493	1 039	853	361	73,2	-186	-17,9	0,5	20,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4	4	31	27	694,5	27	693,9	0,0	0,8
Sociétés non financières	89	307	257	168	187,7	-50	-16,3	0,2	6,3
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	34 658	70 300	74 961	40 302	116,3	4 661	6,6	46,8	100,0
Etablissements de crédit	36 938	39 798	41 482	4 544	12,3	1 684	4,2	25,9	55,3
Administrations publiques	16 376	16 096	12 047	-4 329	-26,4	-4 048	-25,2	7,5	16,1
Autres secteurs	17 249	14 406	21 432	4 183	24,3	7 026	48,8	13,4	28,6
Autres intermédiaires financiers	10 325	13 885	13 459	3 134	30,4	-426	-3,1	8,4	18,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 034	521	1 154	121	11,7	633	121,5	0,7	1,5
Sociétés non financières	5 891	5 576	6 706	815	13,8	1 130	20,3	4,2	8,9
Ménages et ISBLM	0	0	113	113	-	113	n,a	0,1	0,2
Emetteurs du reste du monde	72 862	75 613	81 215	8 354	11,5	5 602	7,4	50,7	100,0
Etablissements de crédit	36 283	38 136	40 565	4 282	11,8	2 430	6,4	25,3	49,9
Administrations publiques	3 738	2 428	2 621	-1 117	-29,9	193	7,9	1,6	3,2
Autres secteurs	32 841	35 049	38 029	5 188	15,8	2 980	8,5	23,7	46,8
Total	109 998	149 373	160 263	50 264	45,7	10 890	7,3	100,0	100,0

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

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

Source: BCL

1.3.8 Le commerce extérieur

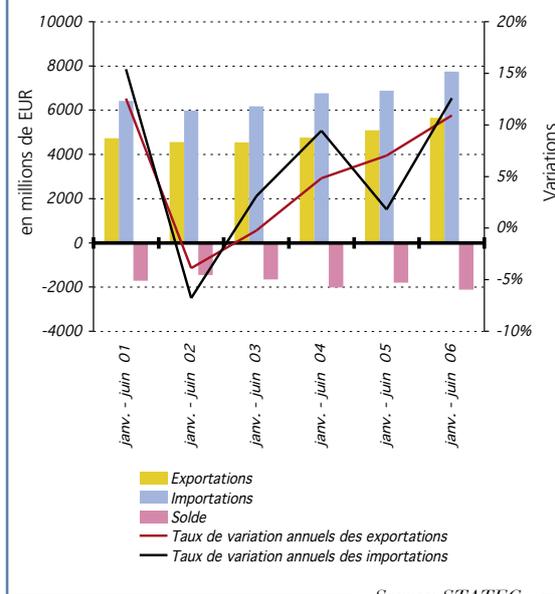
Le commerce extérieur du Luxembourg s'est soldé par un déficit d'environ 2 milliards d'euros au premier semestre de 2006, soit une hausse de 17,3% par rapport au niveau atteint sur la même période de 2005. Cette aggravation s'explique par la croissance relativement élevée (12,6%) des importations comparée à celle des exportations (10,9%). Les importations ont en effet totalisé 7,7 milliards d'euros au premier semestre de 2006 contre 5,7 milliards pour les exportations.

La hausse des importations est due en grande partie aux approvisionnements en produits pétroliers (+35,4%) et en consommations intermédiaires de l'industrie ainsi qu'au lancement d'un satellite. Toutes les autres catégories de biens importés ont également augmenté, à l'exception des boissons et tabacs (-14,3%). Par ailleurs, les importations en provenance de tous les partenaires commerciaux ont progressé. Les livraisons en provenance de la zone euro (85,1% des importations du premier semestre de 2006) ont augmenté de 9,5%. Les hausses les plus significatives ont concerné les fournitures provenant des pays d'Europe de l'Est (+32,5%), des Etats-Unis (+114,9%, pays qui a livré le satellite évoqué ci-dessus), et des pays émergents d'Asie (+61%).

Soutenues par la vigueur de la demande internationale, les exportations ont également enregistré une croissance relativement forte (+10,9%) au premier semestre de 2006. Cette performance s'explique surtout par la reprise des livraisons des produits sidérurgiques (+19,8%), qui pèsent habituellement près d'un tiers des exportations du Luxembourg. A cela s'ajoute la bonne tenue des expéditions de machines et équipements qui ont progressé de 13,1%. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux montre que les livraisons à destination de la zone euro, qui ont représenté 72,7% de toutes les exportations des six premiers mois de 2006, ont augmenté de 8,4%. Cette embellie s'explique par la reprise de la demande dans les trois pays limitrophes (Allemagne, France et Belgique). Les exportations vers les principaux marchés hors zone euro se sont également bien portées, suite à une conjoncture économique très favorable. Les augmentations les plus significatives ont concerné les exportations à destination des pays émergents d'Asie (+45,1%), ainsi que celles à destination des pays d'Europe de l'Est (+30,8%) et des Etats-Unis (+10,1%).

Graphique 34

Commerce extérieur du Luxembourg



Source: STATEC

1.3.9 La balance des paiements

1.3.9.1 Le compte courant

Le compte courant s'est soldé par un excédent de 1,24 milliard d'euros au premier trimestre de 2006 contre 1,04 milliard au même trimestre de 2005. Cette hausse de 19,5% tient exclusivement à l'amélioration de l'excédent des échanges internationaux de services. Les déficits de trois autres balances partielles, à savoir les marchandises, les revenus et les transferts courants, se sont par contre alourdis.

La progression de l'excédent des services (+34,5% à 4 milliards d'euros au premier trimestre 2006) tient essentiellement au niveau record du surplus des services financiers. Pour ces derniers, le solde positif s'est en effet accru de 49,5%, atteignant 3,15 milliards d'euros au premier trimestre de 2006. L'évolution favorable du secteur des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue une importante base de perception des commissions financières, explique une grande partie de la croissance des exportations nettes de services financiers.

Parmi les autres services, la croissance de 28,4% enregistrée par l'excédent du transport s'explique surtout par la bonne tenue des activités de fret aérien. En revanche, le recul du surplus de la rubrique «voyages» est dû à la chute des ventes de cigarettes*.

Concernant les autres balances partielles du compte courant, le traditionnel déficit des marchandises s'est

aggravé de 30,7% au premier trimestre de 2006 suite notamment à la hausse en volume et en valeur des importations de produits pétroliers et des consommations intermédiaires de l'industrie locale. Le déficit des revenus s'est élevé globalement à 1,52 milliard d'euros au premier trimestre de 2006 contre 1 milliard sur la même période de 2005. Cette importante aggravation reflète en partie le déficit des rémunérations versées aux travailleurs frontaliers qui a poursuivi sa hausse (+5%) en totalisant 1,03 milliard d'euros au premier trimestre de 2006. A cela s'ajoute la détérioration du revenu des investissements, qui s'est soldé par un déficit de 483 millions d'euros au premier trimestre de 2006 contre un déficit de 20 millions au même trimestre de 2005. Cette dernière évolution s'explique essentiellement par des versements de dividendes à l'étranger. Enfin, le déficit des transferts courants s'est alourdi de 38,1% en grande partie sous l'effet de la réallocation des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème.

1.3.9.2 Le compte financier

Les opérations financières du Luxembourg avec le reste du monde se sont soldées par une exportation nette de

capitaux de 1,22 milliard d'euros au premier trimestre de 2006 contre 961 millions sur la même période de 2005. Au niveau de différentes composantes du compte financier, d'importantes entrées nettes de fonds (41,8 milliards d'euros) ont été enregistrées par les titres de participation, essentiellement sous forme d'acquisitions nettes par les non-résidents des parts d'OPC luxembourgeois. En revanche, les titres de créance ont enregistré des sorties nettes (34,25 milliards d'euros) qui ont partiellement compensé les entrées ci-dessus. Au total, les investissements de portefeuille se sont soldés par des entrées nettes de 7,5 milliards en faveur du Luxembourg.

Les entrées nettes ci-dessus ont globalement été compensées par des sorties nettes de 9,37 milliards d'euros enregistrées sous forme d'autres investissements. Ces sorties ont impliqué les «autorités monétaires» (transactions intra-Eurosystème) à concurrence de 2,3 milliards d'euros ainsi que les «autres secteurs» qui ont largement augmenté (16,8 milliards) leurs créances nettes envers les non-résidents. Les institutions financières monétaires (hors BCL) ont en revanche enregistré des entrées nettes de 9,7 milliards sous forme d'une hausse des dépôts des non-résidents.

Tableau 24 *Balance des paiements du Luxembourg*¹⁾

Unité: Million EUR	2005 T1			2006 T1		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	23 859	22 822	1 037	30 844	29 605	1 239
Marchandises	2 816	3 414	-598	3 387	4 168	-781
Services	7 387	4 411	2 977	9 757	5 755	4 002
Revenus	12 743	13 750	-1 007	16 721	18 241	-1 520
Transferts courants	913	1 248	-335	979	1 441	-463
COMPTE DE CAPITAL	10	34	-24	19	48	-29
	Avoirs Engagements		Net	Avoirs Engagements		Net
COMPTE FINANCIER ²⁾			-961			-1 223
INVESTISSEMENTS DIRECTS ³⁾	-4 284	4 994	710	-9 293	9 746	453
Opérations en capital et bénéfiques réinvestis	-1 285	1 699	415	-3 953	8 910	4 957
Autres opérations, Prêts intragroupes	-2 999	3 295	296	-5 340	836	-4 504
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	-51 379	61 632	10 252	-90 087	97 641	7 554
Titres de participation	-18 170	56 360	38 191	-55 617	97 423	41 807
Titres de créance	-33 210	5 271	-27 938	-34 471	217	-34 253
PRODUITS FINANCIERS DERIVES			1 535			109
AUTRES INVESTISSEMENTS	-28 008	14 543	-13 465	-83 662	74 294	-9 369
AVOIRS DE RESERVE			6			30
Erreurs et omissions			-51			13

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

2) Pour le compte des opérations financières, un signe positif indique une entrée, un signe négatif une sortie; pour les avoirs des 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

* Conformément à la méthodologie suivie par la Statec dans l'établissement du compte courant du Luxembourg, les achats de tabacs, de carburants et de boissons alcoolisés par des particuliers non-résidents sont considérés comme des recettes de tourisme et sont donc enregistrés sous la rubrique «voyages».

1.3.10 La croissance économique

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

L'estimation des comptes nationaux pour l'année 2005 telle que calculée sur base de la comptabilité trimestrielle publiée en juillet 2006 dresse un tableau plus optimiste que ne laissaient entrevoir les données précédemment publiées. De fait, le taux de croissance annuel du PIB réel est désormais estimé à 4,6% en 2005, en hausse de 0,5 point de pourcentage²⁸ par rapport aux données de printemps (4,0%).

Le raffermissement plus marqué de la croissance en 2005 qui se dégage de cette nouvelle version de la comptabilité nationale est attribuable à la fois à la contribution plus favorable que prévue de la demande intérieure et de celle des exportations nettes (surtout au dernier trimestre 2005).

La plus grande robustesse de la demande intérieure qui a été mise en lumière par cette nouvelle version des comptes nationaux (4,0% après 3,7% dans la version précédente) s'explique par la révision à la hausse de la croissance de la consommation finale publique (5,2% contre seulement 2,5% dans la précédente version des comptes nationaux). En outre, la progression de la formation brute de capital a certes été révisée à la baisse (6,1% dans la dernière version des comptes nationaux après 7,1% au printemps), mais la correction de sa contribution à la croissance qui en a découlé (de 1,5pp à 1,3pp dans la nouvelle version des comptes nationaux) a été plus que compensée par celle qui a résulté

de la révision de la croissance de la consommation publique (de 0,4pp à 0,9pp)

Comme souligné précédemment, les exportations nettes ont aussi contribué à redonner plus de couleurs à la progression du PIB en 2005. De fait, le solde extérieur a contribué de manière plus substantielle à la croissance que ne le laissaient supposer les comptes nationaux de printemps (1,4pp après 1,2pp). Plus en détail, les exportations ont affiché une progression de 9,0% contre 8,9% dans la version précédente des comptes nationaux, alors qu'en parallèle la croissance des importations s'est établie à 9,4% au lieu de 9,6%. Dès lors, les exportations nettes se sont repositionnées sur un sentier de croissance bien plus consolidé que celui qui se dessinait dans la version précédente des comptes (6,2% après 5,0%).

En outre, l'emploi total n'ayant pas fait l'objet de révisions, la croissance annuelle de la productivité du travail s'est mécaniquement réajustée à la hausse suite à la correction subie par le PIB réel, pour se fixer à 1,6% contre seulement 1,1% dans la précédente version de la comptabilité nationale. A noter que l'impact de ces corrections sur la croissance annuelle du coût unitaire du travail et sur la marge de profit en 2005 ne peut être exactement évalué pour l'heure, car les grandeurs relatives à l'emploi salarié n'ont pas été fournies dans cette dernière version des comptes nationaux. Néanmoins, le fait que les chiffres de l'emploi total n'ont pas été révisés indique que des révisions éventuelles de l'emploi salarié devraient être limitées voire minimales.

28 à l'erreur d'arrondis près

**Tableau 25 Evolutions des principaux agrégats macroéconomiques
(taux de variation annuels, à l'erreur d'arrondis près)**

	Taux de variation annuels (Juillet 2006)				Différence par rapport aux données du printemps 2006				Contributions à la croissance réelle du PIB			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Consommation privée	5,9	2,1	2,3	1,9	0,0	0,0	0,1	0,1	2,5	1,0	1,1	1,0
Consommation publique	4,5	4,6	3,0	5,2	0,0	0,0	0,0	2,7	0,7	0,7	0,5	0,9
Formation brute de capital	-6,0	5,1	0,5	6,1	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,5	1,1	0,1	1,3
Demande intérieure	2,1	3,5	2,1	4,0	0,0	0,0	0,0	0,3	1,8	2,8	1,7	3,1
Importations	1,8	4,9	9,8	9,4	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,3	-6,0	-11,1	-11,9
Exportations	2,8	3,7	10,1	9,0	0,0	0,0	0,0	0,1	4,2	5,2	13,7	13,4
Exportations nettes	10,2	-4,4	12,8	6,2	0,0	0,0	-0,1	1,3	1,9	-0,8	2,6	1,4
Produit intérieur brut	3,6	2,0	4,2	4,6	0,0	0,0	0,0	0,5				
Déflateur du PIB	2,7	4,7	1,0	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0				
Emploi salarié*	3,0	1,9	2,4	2,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.				
Emploi total	2,9	1,8	2,3	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0				
Coût salarial moyen total	3,9	1,8	4,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.				
Productivité du travail	0,7	0,2	1,9	1,6	0,0	0,0	0,0	0,5				
Coût unitaire du travail	3,2	1,6	1,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.				
Marge de profit	-0,5	3,1	-1,7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.				

*Puisque la plus récente publication de chiffres relatifs à la comptabilité nationale par le STATEC ne couvrait pas l'emploi salarié, ce tableau contient les chiffres publiés dans le set précédent.

Source: STATEC

1.3.10.2 Comptes nationaux trimestriels: Estimation préliminaire de la croissance pour le premier trimestre 2006

Selon l'estimation préliminaire des comptes nationaux trimestriels, le PIB luxembourgeois a fait preuve de dynamisme au premier trimestre 2006, sa progression annuelle s'étant établie à 7,3%. Cette bonne tenue du climat conjoncturel national est à replacer dans le contexte des pays limitrophes du Luxembourg, qui ont eux aussi bénéficié des retombées de l'embellie de la conjoncture internationale au cours du trimestre sous revue.

Plus en détail, comme l'atteste l'examen des différentes composantes du PIB dans son optique dépenses, le renforcement de la progression du PIB qui émerge de ces estimations pour le premier trimestre de 2006 a essentiellement été alimenté par la demande intérieure dont la contribution à la croissance s'est élevée

à 4,7pp (après -1,1pp au cours du premier trimestre de 2005). Les contributions plus favorables d'une part de la consommation finale des ménages et des ISBLSM en écho à l'embellie observée sur le front du marché de l'emploi et, d'autre part, de la formation brute de capital, sont à la source de cette évolution de la contribution de la demande domestique.

La part contributive des exportations à la progression du PIB au cours du trimestre sous revue a certes été remarquable (23,8pp) en particulier sous l'impulsion de la croissance des services financiers, mais elle a été quasiment neutralisée par la contribution des importations (21,1pp), lesquelles se sont accrues en partie sous l'effet du raffermissement de la demande des ménages et des entreprises résidentes. Dès lors, au regard de ces évolutions, le solde extérieur a contribué à hauteur de 2,7pp à la progression du PIB au cours du premier trimestre 2006 (après 3,0pp au cours du premier trimestre de 2005).

Tableau 26 Evolutions des principaux agrégats macroéconomiques (variations d'un trimestre par rapport au même trimestre de l'année précédente, à l'erreur d'arrondis près)

	Taux de variation annuels					Contributions à la croissance réelle du PIB				
	2005T1	2005T2	2005T3	2005T4	2006T1	2005T1	2005T2	2005T3	2005T4	2006T1
Consommation privée	1,0	4,0	2,2	2,6	3,8	0,4	1,6	0,9	1,1	1,6
Consommation publique	3,9	6,1	6,3	4,5	2,1	0,6	1,0	1,0	0,9	0,4
Formation brute de capital	-11,5	-3,0	-11,8	51,8	16,0	-2,2	-0,7	-2,3	10,0	2,8
Demande intérieure	-1,7	2,2	-0,6	15,6	6,3	-1,1	1,9	-0,3	12,0	4,7
Importations	5,2	5,9	8,7	17,3	16,1	-6,4	-7,6	-11,0	-22,2	-21,1
Exportations	6,4	6,4	11,1	12,0	15,2	9,4	9,5	16,6	17,9	23,8
Exportations nettes	14,2	9,5	26,3	-25,1	10,3	3,0	1,9	5,6	-4,4	2,7
Produit intérieur brut	1,9	3,6	5,3	7,5	7,3					

Sources: STATEC, calculs BCL

1.3.11 Les finances publiques

Les finances publiques luxembourgeoises se caractérisent toujours par une vulnérabilité certaine, comme l'attestent deux publications récentes. Il s'agit d'une part du décompte annuel global des recettes et des dépenses de l'assurance maladie-maternité de l'exercice 2005 et d'autre part du «Global Graying Country Report» publié le 28 juillet 2006 par l'agence de notation Standard & Poor's. Le décompte précité, qui est élaboré chaque année par l'Union des Caisses de Maladie (UCM), met en relief une inflexion à la baisse du patrimoine de l'UCM en 2005. Ce déclin est en partie le reflet d'un phénomène temporaire, à savoir un transfert de dépenses de 37 millions d'euros de l'exercice 2004 à l'exercice 2005, occasionné par la transmission tardive de factures en provenance de Belgique. En l'absence de ce facteur, le patrimoine de l'UCM n'aurait reculé que de 17 millions d'euros en 2005 à la faveur, notamment, des mesures d'économie adoptées à la fin de 2004, d'un contrôle renforcé des dépenses en milieu hospitalier et de l'incitation à la prescription de médicaments génériques. Le rehaussement des cotisations

sociales en nature, effectif dès le premier janvier 2005, a également contribué à endiguer la détérioration budgétaire de l'assurance maladie-maternité en 2005.

Comme l'atteste le graphique ci-joint, la situation patrimoniale de l'assurance maladie est cependant susceptible de se dégrader en 2006 et 2007, même sous l'hypothèse conservatoire d'une augmentation des dépenses équivalente à celle des recettes, soit 6,5% en termes nominaux tant en 2006²⁹ qu'en 2007. Une telle évolution supposerait une nette décélération de la progression des dépenses, qui se sont en moyenne accrues de quelque 8,5% par an au cours de la période 1990-2005. En dépit de cet accroissement mesuré de 6,5%, le patrimoine de l'UCM serait nettement en retrait du fonds de roulement légal en 2006 et 2007, l'écart à combler se montant à 15 millions d'euros en 2006 et à 45 millions l'année suivante alors que la norme légale était encore aisément satisfaite en 2002³⁰. Seule une croissance des dépenses de l'assurance maladie-maternité limitée à 5,7% tant en 2006³¹ qu'en 2007 permettrait de ramener le patrimoine au niveau du fonds de roulement légal, du moins en l'absence de recettes additionnelles.

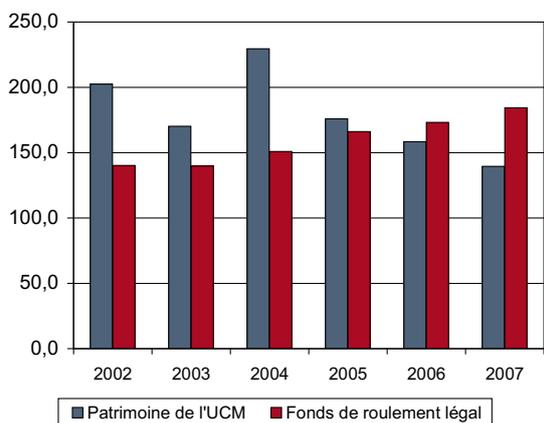
29 Pour 2006, il s'agit d'une augmentation de 6,5% par rapport au niveau 2005 corrigé de l'impact du transfert non récurrent de dépenses de l'exercice 2004 à l'exercice 2005.

30 Le bon résultat enregistré en 2004 est imputable notamment à un transfert exceptionnel de 130 millions d'euros en provenance du régime général de pension.

31 Pour 2006, toujours croissance par rapport au niveau 2005 corrigé de l'impact du transfert de dépenses de l'exercice 2004 à l'exercice 2005.

Graphique 35

Evolution du patrimoine de l'UCM et du fonds de roulement légal en cas de progression des recettes et des dépenses de l'assurance maladie-maternité réduite à 6,5% en 2006 et en 2007 (en millions d'euros)



Sources: UCM (2002 à 2005), calculs BCL (2006 et 2007).

Dans des simulations intégrées similaires, la BCL avait dès 2004 mis en exergue la vulnérabilité de la situation budgétaire de l'ensemble des administrations publiques. Cette fragilité est pour l'essentiel imputable à une nette progression anticipée des dépenses de pension, ce qui souligne une fois de plus l'urgence absolue de réformes dans ce domaine. Diverses pistes de réflexion sont d'ailleurs proposées dans l'encadré ci-joint ainsi que dans un récent cahier d'études, qui fait l'objet d'un résumé non technique dans la partie «Analyses» du présent Bulletin.

Dans son «Global Graying Country Report», l'agence de notation Standard & Poor's met quant à elle en relief les défis qu'occasionnerait au Luxembourg le vieillissement de la population. Pour ce faire, elle a élaboré diverses simulations illustratives, qui prennent en compte les dépenses et les recettes des administrations publiques considérées dans leur globalité (Etat central, communes et sécurité sociale). Le scénario de base présuppose une croissance du PIB de l'ordre de 3% par an de 2010 à 2050. Il indique qu'à politique inchangée, les actuels actifs nets des administrations publiques laisseraient la place à un endettement, qui surviendrait déjà entre 2015 et 2020. L'endettement net atteindrait quelque 276% du PIB en 2050 sous l'effet de déficits très substantiels, qui excéderaient la valeur de référence de 3% du PIB vers 2015 et se monteraient à près de 26% du PIB à l'issue de l'horizon de projection (soit en 2050). Dans un tel contexte, la notation du Luxembourg serait fortement abaissée. Le grade dit spéculatif serait même de mise dès 2025, alors que le Luxembourg bénéficie actuellement d'une notation AAA. La première dégradation (d'AAA à AA) se manifesterait déjà entre 2010 et 2015.

32 Voir l'analyse «Les finances publiques luxembourgeoises: état des lieux et perspectives», Bulletin BCL 2004/2, page 77. La projection de base laissait augurer à politique inchangée des engagements nets se montant à 183% du PIB en 2040 et un déficit des administrations publiques égal à 18% du PIB à la même date. Les chiffres équivalents obtenus par Standard & Poor's atteignent respectivement 168 et 19% du PIB (scénario de base et année 2040).

La neutralité actuarielle du régime général de pension

Comme l'indiquent diverses études récentes, la soutenabilité à terme du régime général de pension n'est nullement garantie. La conjonction de deux évolutions est en effet de nature à miner l'équilibre budgétaire du régime. Le nombre de pensionnés est appelé à fortement progresser dans le futur du fait notamment de l'arrivée à l'âge de la retraite d'importants contingents de travailleurs frontaliers. Les répercussions budgétaires de ce phénomène seront encore exacerbées en comparaison internationale par la générosité de la formule de calcul des pensions au Luxembourg. En raison d'un accroissement continu de l'espérance de vie, les prestations dont bénéficiera chaque assuré considéré isolément sont en effet susceptibles d'excéder les cotisations de pension supportées par ce même assuré au cours de sa période d'assurance. Le présent encadré vise précisément à mettre en exergue cette entorse au principe de la neutralité actuarielle, du point de vue des assurés individuels et non sur un plan purement macro-économique.

L'analyse révèle que pour deux cas de référence, les prestations excèdent largement les contributions de pension en termes actualisés, d'autant que l'espérance de vie tend à s'accroître. De surcroît, le «bonus» dont bénéficient les pensionnés est généralement d'autant plus élevé que le départ à la retraite est précoce. Un simple aménagement de la formule de calcul des pensions, présenté à titre purement illustratif, permettrait de pallier voire même d'éradiquer ces deux inconvénients tout en préservant une certaine flexibilité quant au choix de l'âge de départ à la retraite.

Neutralité actuarielle de la formule de calcul des pensions: hypothèses de base et élaboration de deux cas types

L'analyse de la neutralité actuarielle revient à comparer, pour un pensionné individuel, l'ampleur respective des contributions au régime de pension et des prestations de pension futures. La neutralité actuarielle prévaut lorsque la valeur présente des contributions de pension supportées par cet individu tout au long de sa carrière est égale à la valeur présente des prestations futures. En d'autres termes, le principe de neutralité actuarielle est satisfait lorsque la valeur présente de l'ensemble des flux futurs – les contributions étant des flux négatifs pour l'individu de référence et les prestations des flux positifs – est nulle pour un taux d'escompte donné. La neutralité actuarielle est violée dans deux cas de figure. En premier lieu, une valeur présente négative met en exergue un «effet de retour» insuffisant, les prestations futures étant inférieures aux cotisations en termes actualisés. Si une telle situation pénalise les pensionnés, elle concourt bien évidemment à améliorer les perspectives budgétaires du régime de pension. Le second cas de figure, caractérisé par une valeur présente positive, met en lumière la générosité du régime de pension, puisque dans ce cas les prestations excèdent le niveau que laissaient augurer les cotisations payées tout au long de la carrière. Une telle situation équivaut à une subvention implicite des pensionnés par les administrations publiques.

La valeur présente calculée conditionnellement à un taux d'escompte de référence, par exemple 5%, constitue un premier indicateur de neutralité actuarielle. Un second indicateur revient à rincer en permanence la valeur présente à zéro, la variable d'ajustement étant cette fois le taux d'escompte. Ce dernier est dans ce cas assimilable à un taux de rendement implicite. Un taux de rendement implicite supérieur au taux d'intérêt à long terme du marché révèle une relative générosité du régime de pension. En revanche, un taux implicite inférieur au taux du marché suggère que le régime de pension constitue une mauvaise «opportunité de placement» pour les assurés. La neutralité actuarielle n'est assurée que lorsque le taux de rendement implicite est approximativement égal à un taux d'intérêt «raisonnable».

L'équilibre actuariel dépend intimement du mode de calcul des pensions, qui est brièvement décrit en annexe. Le calcul des valeurs présentes est également tributaire de toute une série de paramètres, dont le taux d'escompte et les taux de cotisation. Il est supposé tout au long de la présente analyse que la progression des salaires sera égale à la croissance de la productivité – soit 2% par an à partir de 2009 – et que l'inflation atteindra 1,9% par an, toujours à partir de cette date. Les grandeurs correspondantes relatives à la période 2006-2008 sont issues des projections de juin 2006 de la BCL. Le taux d'escompte nominal est fixé à 5% en termes nominaux, soit environ 3% en termes réels. Ces taux paraissent raisonnables à l'aune de l'évolution historique des taux à long terme et pour des horizons temporels très longs.

Il convient de noter que l'analyse commentée ci-dessous se focalise exclusivement sur les pensions brutes, avant impôts sur les traitements et salaires, cotisations d'assurance maladie-maternité ou contributions dépendance. Ce traitement permet de simplifier grandement l'analyse. Dans le cas contraire, il conviendrait de prendre en compte notamment la situation familiale des individus de référence, leurs revenus de placement ou encore leurs paiements d'intérêts hypothécaires. En outre, retrancher des prestations l'impôt sur les traitements et salaires ou les cotisations supportées par les pensionnés semble peu approprié d'un point de vue conceptuel. Les dépenses publiques financées par le biais de ces prélèvements – en particulier les importantes dépenses de santé et l'assurance-dépendance – ne sont en effet pas davantage considérées dans l'analyse.

Enfin, il est supposé que les taux de cotisation demeureront rivaux à 16% des revenus contributifs, ce qui correspond aux cotisations personnelles augmentées des contributions prises en charge par les employeurs. Le taux global est certes égal à 24%, mais un tiers de ce montant est supporté par l'Etat central, de sorte qu'il ne constitue pas une recette pour les administrations publiques appréhendées dans leur globalité – cette optique élargie est privilégiée dans le présent encadré – ou une charge pour le secteur privé. Le taux de 16% comprend certes les cotisations patronales de 8%, alors que les «cas types» abordés ci-dessous se réfèrent à des individus. Ce traitement est cependant justifié, car les cotisations patronales ont pour base imposable les revenus cotisables perçus par les employés, à l'instar des cotisations dites personnelles. En outre, la décision relative à l'année de départ à la pension pourrait dans certains cas s'effectuer par accord mutuel entre l'employé et son employeur, de sorte que le secteur privé considéré dans son ensemble constitue l'unité d'observation la plus pertinente. Enfin, le taux de 16% permet de procéder à une analyse actuarielle conjointe du secteur privé et des administrations publiques. Comme ces dernières perçoivent 16% de la masse contributive, leur valeur présente est le négatif exact de celle du secteur privé, ce qui permet de ne pas dupliquer l'analyse. Il convient de noter que la prise en compte du seul taux salarié, soit 8%, déséquilibrerait encore davantage le bilan actuariel du régime général de pension établi ci-dessous. Le choix du taux de 16% n'est donc certainement pas guidé par la volonté de mettre en exergue la générosité du régime général.

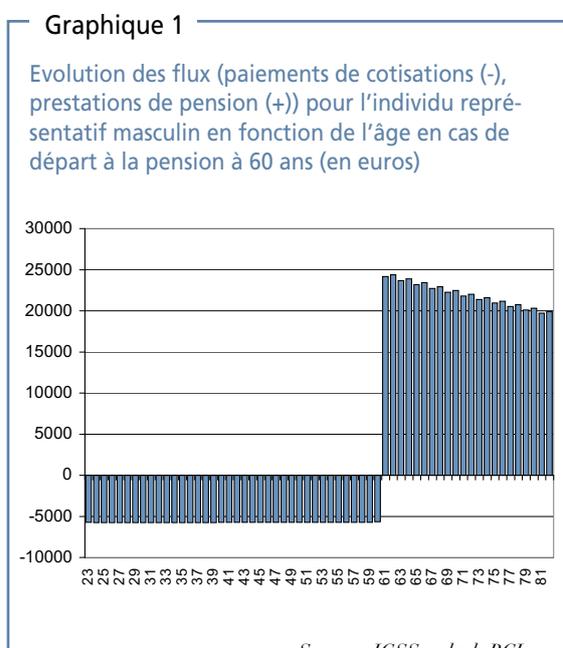
L'équilibre actuariel est également tributaire des caractéristiques individuelles de chaque pensionné, en premier lieu la durée de vie, l'âge de la retraite, le niveau des revenus contributifs ou encore la durée de la carrière. La présente analyse repose sur deux «cas types». Le premier cas est un individu de sexe masculin, dont la carrière a débuté à 23 ans après quelques années d'études et qui travaillera sans discontinuer jusqu'à l'âge de départ à la retraite. Ce dernier peut par hypothèse se situer entre 60 et 65 ans pour un tel individu, qui ne pourra prétendre à la retraite à 57 ans du fait de son entrée relativement tardive sur le marché du travail. Soixante-cinq ans constitue l'âge légal de départ à la retraite, qui correspondrait en outre à quelque 43 années de carrière dans le cas de référence. La carrière de l'individu de référence pourrait cependant être interrompue dès 60 ans en dépit d'une carrière inférieure à 40 ans, car il est supposé que l'intéressé a à son actif 5 années assimilées – il s'agit par hypothèse de 5 années d'étude effectuées entre 18 et 23 ans – qui peuvent en vertu de la législation être prises en compte pour le calcul de la durée du stage. La carrière de l'individu de référence est censée débiter en 2006. Son revenu annuel de départ est égal à 35 800 euros³³, soit le revenu contributif moyen (source Rapport général IGSS 2005) adapté afin de prendre en compte l'évolution des salaires nominaux depuis 2004. Dans un tel cas de figure, aucun plancher (pension minimale) ou plafond (pension maximale, plafond de cotisation) ne serait de mise. Par hypothèse, le revenu annuel progressera de 1% par an jusqu'à l'âge de 59 ans en vertu de l'ancienneté. Cette hausse annuelle d'1% s'ajoutera à l'impact de l'indexation sur les prix et à la hausse générale des rémunérations de 2% par an. Enfin, deux âges de décès sont pris en compte dans les simulations qui suivent. Ils correspondent aux espérances de vie considérées par le Comité de Politique Economique (CPE) et par la Commission européenne pour 2004 et 2050, à savoir respectivement 75 et 82 ans³⁴. Ce dernier paramètre importe énormément du point de vue actuariel.

³³ *Le salaire moyen peut paraître élevé pour un individu en début de carrière. Cependant, l'individu type est censé avoir effectué 5 années d'études entre 18 et 23 ans, ce qui devrait conforter son revenu. Par ailleurs, les revenus ne sont pris en compte qu'en deçà du plafond cotisable dans les séries de l'IGSS. Les mêmes remarques sont de mise pour l'individu type féminin.*

³⁴ *Voir European Commission (2006), The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050), Rapport préparé par le Comité de Politique Economique et par la Commission européenne, European Economy, Special Report n°1/2006.*

Le second cas type est une femme présentant des paramètres identiques, à deux exceptions près. En premier lieu, le revenu annuel moyen de départ est fixé à 27 300 euros (une fois de plus en conformité avec les revenus cotisables moyens repris au Rapport général 2005 de l'IGSS). En second lieu, l'âge du décès est fixé à 81 ou à 87 ans, soit les espérances de vie postulées dans le document du CPE et de la Commission cité au paragraphe précédent pour 2004 et 2050.

Le graphique 1 reproduit l'évolution des flux actualisés de l'individu type masculin pour une durée de vie de 82 ans. La valeur présente résulte simplement du cumul de l'ensemble de ces flux, qu'ils soient positifs ou négatifs. Les flux dépeignant la situation des administrations publiques (Etat central, sécurité sociale et communes) ne sont pas reproduits, car il constituent l'exact «reflet de miroir» des flux du graphique 1, seul un changement de signe étant requis. La situation de la seule sécurité sociale est plus favorable, car elle bénéficie en outre des flux de cotisation en provenance de l'Etat central.



Note: les flux de cotisation demeurent constants, car ils tendent à croître à un rythme de 5%, (indexation aux prix: (1,9% par an en moyenne) + hausse générale des salaires réels de 2% + augmentation pour ancienneté d'1% par an pour l'individu de référence), soit pratiquement le taux d'escompte retenu. En revanche, les flux de pension tendent à décliner en valeurs actualisées. Ils ne progressent en effet que d'environ 4% en moyenne pour un individu donné (4% d'ajustement au bien-être tous les deux ans, ce qui explique le profil en dents de scie des prestations actualisées, plus l'indexation aux prix). Le taux de cotisation considéré tout au long de la carrière est égal à 16%. Il comprend le taux de 8% directement à charge de l'employé de référence ainsi que les cotisations patronales.

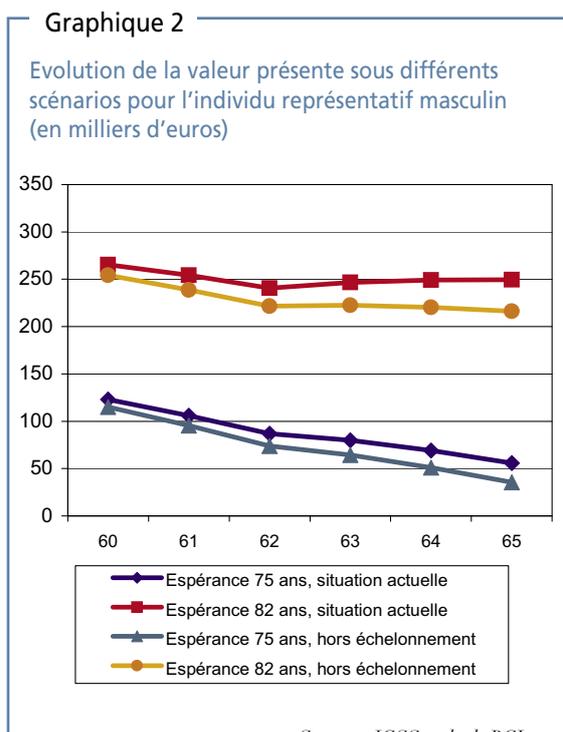
Le cadre conceptuel privilégié dans le présent encadré est purement déterministe. Ainsi, le rôle de l'incertitude quant à la durée de vie n'est pas abordé. Par hypothèse, les individus de référence anticipent avec certitude une durée de vie conforme à l'espérance de vie moyenne. Par ailleurs, il est supposé que le revenu annuel du travail est équivalent à la désutilité du travail (c'est-à-dire à la valorisation du temps libre), ce qui permet de focaliser l'analyse des incitants au départ à la retraite sur les seuls flux de cotisation et de pension.

Neutralité actuarielle de la formule de calcul et incidence sur le choix de l'âge de départ à la retraite: les résultats

Il reste à appliquer la formule de pension aux deux cas types présentés ci-dessus pour dégager les indicateurs actuariels appropriés, à savoir la valeur présente et accessoirement le taux de rendement implicite. Les valeurs présentes correspondant à divers âges de départ à la retraite échelonnés entre 60 et 65 ans apparaissent au graphique 2. Pour le cas type masculin, la valeur actualisée en valeur 2006 des flux futurs de cotisation (signes négatifs) et de pension (signes positifs) est nettement positive, quel que soit l'âge de départ à la retraite. Ainsi, la valeur présente se monte à quelque 123 000 euros pour un âge de départ de 60 ans et une espérance de vie de 75 ans. En d'autres termes, à politique inchangée les engagements de pension qui découlent de la formule

de calcul des pensions et des taux de cotisation actuels équivalent à un don des administrations publiques de plus de 120 000 euros en faveur d'un agent de référence masculin.

La valeur présente est par ailleurs appelée à augmenter considérablement à mesure que l'espérance de vie progresse. Pour l'espérance de vie de 82 ans envisagée à l'horizon 2050 par le Comité de politique économique et la Commission européenne (document mentionné ci-dessus), le bonus net actualisé de l'individu de référence s'établirait en effet à quelque 265 000 euros pour un départ à la retraite à 60 ans. La hausse de 75 à 82 ans de l'espérance de vie induirait dès lors un doublement de la valeur présente, donc du coût net actuariel pour l'Etat. Ce coût demeurerait nettement positif quel que soit l'âge de la retraite considéré, ce qui démontre à suffisance l'absence de neutralité actuarielle de l'actuelle formule de calcul des pensions. Le calcul de taux de rendement implicites aboutit à un constat similaire. Pour un individu type partant à la retraite à 60 ans, le taux implicite atteindrait 7,8% conditionnellement à une espérance de vie de 82 ans. A politique inchangée, les engagements de pension de l'Etat équivaldraient dès lors dans un tel cas de figure à une obligation grevée d'un taux d'intérêt de 7,8%, soit un taux nettement supérieur aux conditions du marché. Même abstraction faite de l'accroissement prévisible du nombre de frontaliers pensionnés, l'allongement de la durée de vie portera préjudice à l'équilibre budgétaire du régime général dans un tel contexte, du moins si la durée moyenne de la carrière demeure inchangée.

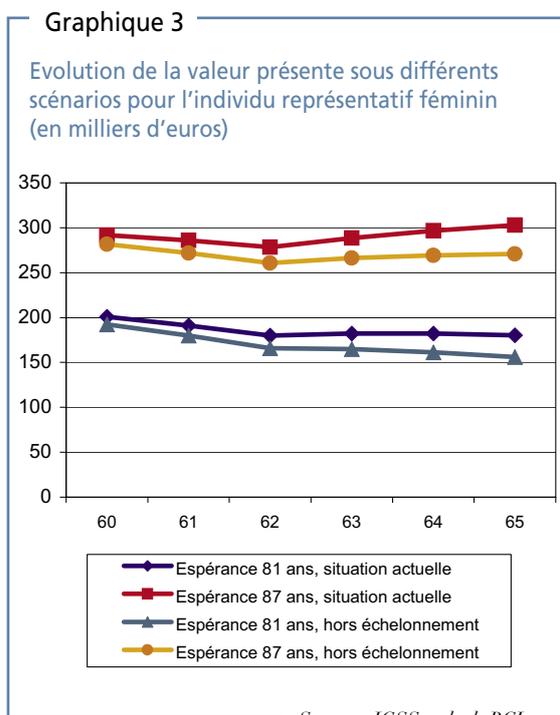


Notes: le taux d'escompte considéré pour actualiser les flux de cotisation et de pension est égal à 5%. Par ailleurs, la «situation actuelle» se réfère à l'actuelle formule de calcul des pensions. Les scénarios «hors échelonnement» sont équivalents aux scénarios «situation actuelle», à une exception près: il y est fait abstraction de l'augmentation échelonnée des taux de majoration proportionnelle. Cette augmentation échelonnée introduite à l'occasion du Rentendesch dépend de deux paramètres, à savoir l'âge de départ à la pension et la durée de la période de cotisation.

Le niveau absolu des valeurs présentes et du taux de rendement implicite démontre l'absence de neutralité actuarielle de la formule de calcul des pensions de vieillesse. L'évolution de ces indicateurs constitue également un enseignement d'importance. Le graphique 2 montre que la valeur actuelle tend à décliner à mesure que l'âge de départ à la retraite augmente, ce qui constitue une structure d'incitation tronquée. Le «bonus» dont bénéficie l'individu de référence diminue en effet de 60 à 62 ans, pour n'amorcer qu'une pénible remontée par la suite en cas d'espérance de vie égale à 82 ans. Dans un tel contexte, un agent de référence purement rationnel, simplement soucieux de maximiser la valeur présente, opterait pour un départ à la retraite dès l'âge de 60 ans. La structure d'incitation tronquée prévaut malgré l'incidence de deux facteurs de correction. En premier lieu, l'introduction à l'occasion du Rentendesch de l'augmentation échelonnée de la majoration pro-

portionnelle en fonction de l'âge de départ à la pension a incontestablement atténué le biais en faveur d'un départ précoce à la retraite. Du fait de sa modestie, le rééchelonnement n'a cependant pas inversé la structure d'incitation tronquée, de sorte qu'il tend à demeurer inopérant pour l'individu de référence. En second lieu, si la hausse de l'espérance de vie induit une substantielle augmentation du niveau de la valeur présente, elle atténue cependant la pénalité associée aux départs plus tardifs à la retraite. Cette situation s'explique intuitivement par le fait que l'incidence sur la durée de la retraite d'une année de travail supplémentaire est moins déterminante, en termes relatifs, lorsque l'espérance de vie s'accroît. Ainsi, la durée moyenne de la retraite pour un individu type dont l'âge de décès est de 75 ans et l'âge de départ à la pension de 60 est égal à 15 ans. Cinq années de travail supplémentaires amputent la durée de sa retraite, donc le nombre de flux «positifs» repris au graphique 1, d'un tiers. Un individu équivalent dont l'espérance de vie est de 82 ans ne doit quant à lui concéder qu'un peu plus d'un cinquième de sa période de pension.

L'impact de la longévité sur l'évolution en fonction de l'âge de départ à la retraite de la valeur présente est particulièrement significatif en ce qui concerne l'individu type féminin, dont l'espérance de vie est élevée. La structure d'incitation actuelle, qui découle de l'espérance de vie de 81 ans enregistrée en 2004, demeure légèrement tronquée, puisque la valeur présente est la plus élevée pour un âge de départ de 60 ans. La situation pourrait cependant s'améliorer quelque peu dans le futur, à la faveur de l'allongement de la durée de vie. Comme l'indique le graphique 3, la valeur présente calculée conditionnellement à une espérance de vie de 87 ans tend en effet à culminer lorsque l'individu de référence opte pour un départ à la retraite à l'âge de 65 ans. Il importe de souligner le rôle déterminant que joue à cet égard l'augmentation échelonnée du taux de majoration proportionnelle, qui ne parvient cependant pas à redresser la structure d'incitation sur le segment 60-62 ans de la courbe.



Notes: voir le graphique 2.

Le redressement de la courbe lorsque l'espérance de vie s'accroît ne doit cependant pas dissimuler une autre incidence de cette dernière. Une durée de vie de 87 ans signifie en effet que même en cas de départ à la pension à 65 ans, l'individu féminin de référence percevra une pension pendant 22 ans, ce qui représente plus de la moitié de la durée de sa carrière. Il en résulte une absence de neutralité actuarielle plus flagrante encore que

pour l'individu type masculin. En cas d'espérance de vie de 87 ans, la valeur présente oscille en effet autour de quelque 300 000 euros, ce qui constitue pour les administrations publiques un substantiel coût net. Le taux de rendement implicite correspondant varie quant à lui de 8% (départ à la retraite à 65 ans) à 8,3% (départ à 60 ans). Ces taux sont de toute évidence bien supérieurs aux taux d'intérêt à long terme du marché. Un tel résultat met une fois de plus en exergue la générosité du régime général de pension, qui constitue une hypothèque pour la soutenabilité à terme des finances publiques.

Illustration d'une possible solution: recalibrage des paramètres de la formule de calcul des pensions

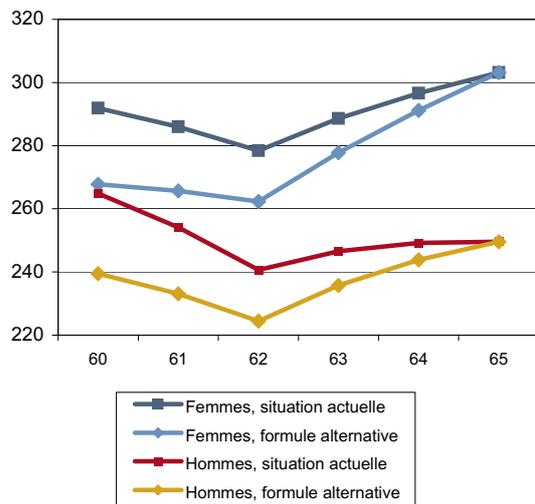
Nombre de réaménagements permettraient de pallier l'absence de neutralité actuarielle de la formule de calcul des pensions et de rétablir une structure d'incitation non biaisée. A titre d'exemple, les autorités pourraient opter pour un doublement de l'augmentation échelonnée du taux de majoration proportionnelle. Dans la situation présente cette augmentation, qui est attribuée en cas de départ plus tardif à la retraite, paraît insuffisante. Elle ne permet généralement pas de renverser la structure d'incitation tronquée mise en évidence ci-dessus. A ce doublement s'ajouterait un déplafonnement du mode de calcul de la majoration forfaitaire et de l'allocation de fin d'année. La période d'assurance prise en compte pour le calcul de ces deux éléments est en effet actuellement plafonnée à 40 ans. Dans l'alternative retenue ici, ces derniers seraient désormais proportionnels à la durée effective de la période d'assurance. Les périodes assimilées ne seraient cependant pas considérées au-delà du plafond de 40 ans: elles ne seraient prises en compte que jusqu'à ce plafond, conformément à la situation actuelle. Ainsi, une période d'assurance effective (hors périodes assimilées) de 44 ans donnerait lieu à une majoration forfaitaire de 10% plus élevée que dans la configuration actuelle. En revanche, une période de 44 ans dont 6 années assimilées donnerait droit au plafond de 40 ans, à l'instar de la situation prévalant actuellement.

Ces innovations ne peuvent évidemment donner lieu à des charges additionnelles pour les administrations publiques. Il s'impose au contraire de pallier l'absence de neutralité actuarielle des pensions. Le taux de majoration proportionnelle est par conséquent recalibré afin de neutraliser le coût additionnel pour les autorités des deux ajustements précités dans le cas spécifique d'une personne optant pour l'âge légal de la retraite, soit 65 ans. Le taux de majoration proportionnelle de base obtenu de la sorte s'établirait à 1,68%, au lieu d'1,85% actuellement. L'ensemble du recalibrage donnerait lieu aux valeurs présentes reprises au graphique 4.

Comme l'indique le graphique, le recalibrage permettrait de rétablir une structure d'incitation «normale» pour l'individu type masculin. Il renforcerait par ailleurs l'incitation pour l'individu type féminin à différer l'âge de départ à la retraite. Enfin, ce réaménagement contribuerait à atténuer quelque peu le manque de neutralité actuarielle du régime de pension – du moins pour les âges de départ à la retraite inférieurs à 65 ans – comme l'atteste le glissement vers le bas des diverses courbes du graphique.

Graphique 4

Evolution de la valeur présente sous différents scénarios avant et après recalibrage de la formule de pension (en milliers d'euros; espérances de vie prévues pour 2050: 82 ans pour les hommes, 87 pour les femmes)



Sources: IGSS, calculs BCL.

Notes: le recalibrage consiste en un doublement de 0,01 à 0,02% de l'augmentation échelonnée du taux de majoration proportionnelle et en un déplaçonnement du calcul de la majoration forfaitaire et de l'allocation de fin d'année. Ces deux ajustements sont compensés par une diminution du taux de base de la majoration proportionnelle, qui passerait d'1,85% à 1,68%. Le taux d'escompte considéré pour actualiser les flux de cotisation et de pension est égal à 5%.

Eléments de conclusion

Au moyen de deux indicateurs, à savoir la valeur présente des flux de cotisation et de pension d'une part et les taux de rendement implicites correspondants d'autre part, l'encadré a pu établir l'absence de neutralité actuarielle de l'actuelle formule de calcul des pensions du régime général. Ce constat est robuste, puisqu'il prévaut pour les deux cas types envisagés et quel que soit l'âge de départ à la retraite considéré. L'allongement de la durée de vie contribuera à renforcer cet état de fait. A l'absence de neutralité actuarielle s'ajoute une structure d'incitation tronquée, dans la mesure où le «bonus» actuariel des individus de référence tend à diminuer lorsque l'âge de départ à la retraite s'accroît. Cette règle ne souffre qu'une exception, à savoir un individu de référence féminin dont l'espérance de vie atteint 87 ans.

Une modification de la formule de calcul des pensions est présentée à titre purement illustratif. Il s'agirait de diminuer le taux de base de la majoration proportionnelle, de doubler l'augmentation échelonnée de ce taux en cas de départ plus tardif à la retraite et de déplaçonner le mode de calcul de la majoration forfaitaire et de l'allocation de fin d'année. Une telle alternative permettrait de rétablir une structure d'incitation non tronquée, tout en améliorant la neutralité actuarielle du régime général. Ce dernier objectif requiert cependant des mesures additionnelles, par exemple une suspension temporaire de l'ajustement des pensions aux salaires réels, d'autant que seules de telles mesures permettraient de faire face à l'accroissement prévisible du nombre de retraités (voir à ce propos la partie «Analyses» du présent Bulletin).

Annexe: les éléments de calcul d'une pension de vieillesse au Luxembourg

Pour une personne ayant effectué le stage requis et compte non tenu de divers plafonds et planchers, les pensions de vieillesse du régime général de retraite dépendent schématiquement des paramètres suivants:

$$PE = p * b * [REC * tmp + MF * (d/40) + AFA * (d/40)]$$

Où PE est la pension annuelle en euros courants, p est le résultat de la division par 100 de l'indice des prix en base 1er janvier 1948=100, b le coefficient d'adaptation à l'évolution des salaires réels qui est en principe revu

tous les deux ans et d la durée d'assurance en années (y compris notamment les années d'assurance assimilées). Le paramètre central est REC, soit le cumul des revenus cotisables perçus au cours de l'ensemble de la carrière. Il s'agit des revenus «à l'indice 100 et en base 1984», c'est-à-dire ramenés au nombre indice 100 (p est ramené à 1) et à la base 1=1984 pour l'indice d'ajustement au bien-être b. Ces revenus annuels cumulés tout au long de la carrière sont ensuite multipliés par un «taux de majoration proportionnelle» tmp, dont le taux de base est égal à 1,85% depuis le Rendendesch. Il s'ajoute à cette composante proportionnelle de la pension deux éléments fixes. Il s'agit d'une part de la majoration forfaitaire MF, égale à 489,98 euros à l'indice 100 et en base 1984. Il s'agit d'autre part de l'allocation de fin d'année AFA, dont le montant s'élève à 68 euros par an, du moins après conversion à l'indice 100 et en base 1984. MF et AFA sont toutes deux ajustées en fonction de la durée de la période d'assurance d. Cette dernière est cependant plafonnée à 40 ans, ce qui tend à pénaliser les personnes présentant une carrière plus longue. En revanche, les revenus contributifs collectés au-delà de la 40^{ème} année de carrière sont bel et bien pris en compte dans le calcul de la majoration proportionnelle, qui n'intègre cependant pas les années assimilées.

Le terme entre crochets est la pension annuelle exprimée à l'indice 100 et en base 1984. La pension annuelle en euros courants est égale à ce terme, porté aux prix et au niveau de «bien-être» observés de l'année courante (multiplication par p et b). A titre d'exemple, pour un revenu contributif cumulé REC égal à 200 000 euros à l'indice 100 et en base 1984, la pension annuelle exprimée dans la même base est pour une carrière complète de 40 ans égale à $200\,000 \text{ euros} * 1,85\% + 490 \text{ euros} + 68 \text{ euros} = 4\,258 \text{ euros}$, y compris l'allocation de fin d'année. La pension annuelle exprimée en euros courants de 2005 est quant à elle égale à $4\,258 \text{ euros} * 6,402 \text{ (soit p en 2005)} * 1,327 \text{ (soit b en 2005)} = 36\,174 \text{ euros}$.

Depuis le Rentendesch, le taux de majoration proportionnelle tend de surcroît à augmenter en fonction de l'âge de départ à la retraite et de la durée de la période de cotisation. Ce supplément n'est accordé que si deux conditions sont simultanément satisfaites: l'âge de départ doit au minimum atteindre 55 ans et la durée de la période de cotisation ne peut être inférieure à 38 ans. Le supplément est égal à cette dernière durée augmentée de l'âge de départ et dont on retranche 93 ans (à savoir 55+38), le tout étant multiplié par 0,01%. A titre d'exemple, une personne prenant sa retraite à 60 ans après une carrière de 40 ans bénéficiera d'une augmentation de 0,07% du taux de majoration proportionnelle, qui s'établira dès lors à 1,85% + 0,07% = 1,92%. Il en résultera donc une hausse de la pension de l'ordre de 3%. Il convient de souligner que le taux de majoration proportionnelle corrigé ne peut en aucun cas excéder 2,05%.

Les pensions de survie et d'invalidité sont calculées au moyen de formules similaires. Elles ne sont cependant pas prises en compte dans le présent encadré, qui se focalise sur les seules pensions de vieillesse. Cette restriction du champ d'analyse, qui se traduit également par l'absence de prise en compte des préretraites, constitue un biais en faveur de la neutralité actuarielle du régime général. Les prestations de survie, d'invalidité et de préretraite donnent en effet lieu à des prestations additionnelles malgré l'absence de flux de cotisation correspondants.

