

# Chapitre 1

---

LA SITUATION ECONOMIQUE ET  
FINANCIERE

---

## 1 LA SITUATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE 10

---

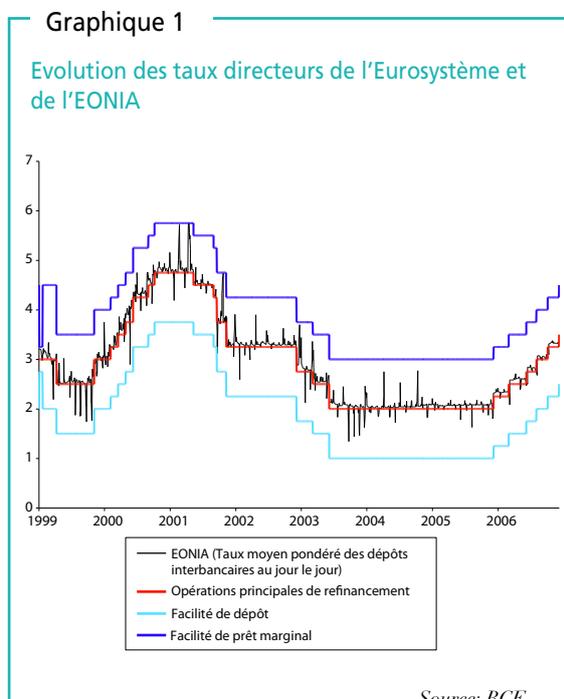
1.1	La situation économique dans la zone euro	13
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	13
1.1.2	Les taux d'intérêt appliqués par les Instituts financiers et monétaires (IFM)	14
1.1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.1.4	Les marchés boursiers	16
1.1.5	Le taux de change de l'euro	17
1.1.6	L'évolution des prix à la consommation	18
1.1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	19
1.1.8	Le commerce extérieur	22
1.1.9	La balance des paiements	22
1.2	La situation économique au Luxembourg	24
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	24
1.2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	24
1.2.1.2	Les prix à la production industrielle	28
1.2.2	L'industrie	29
1.2.3	La construction	31
1.2.4	Le commerce et les autres secteurs	34
1.2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	35
1.2.6	Le marché du travail	36
1.2.6.1	L'emploi	36
1.2.6.2	Le chômage	37
1.2.6.3	Les coûts salariaux	39
1.2.7	Le secteur financier	39

1.2.7.1	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	39
1.2.7.2	Les établissements de crédit	40
1.2.7.3	Les organismes de placement collectif	55
1.2.8	Le commerce extérieur	59
1.2.9	La balance des paiements	60
1.2.9.1	Le compte courant	60
1.2.9.2	Le compte financier	60
1.2.10	La croissance économique	62
1.2.11	Les projections macro-économiques	63
1.2.12	Les finances publiques	68

## 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 trois reprises entre janvier et septembre 2006, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a décidé de relever les taux d'intérêt de 25 points de base en octobre et en décembre respectivement. Le taux de soumission minimal pour les opérations principales de refinancement s'inscrit donc désormais à 3,50%, tandis que les taux d'intérêt de la facilité de dépôt et de la facilité de prêt marginal ont été portés, respectivement, à 2,50% et 4,50%.



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; à rappeler que certains indicateurs signalent depuis quelque temps déjà que les anticipations d'inflation à court et à moyen termes ont légèrement augmenté au cours de l'année, bien que les anticipations d'inflation à plus long terme restent ancrées solidement à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix.

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a augmenté les taux directeurs malgré une évo-

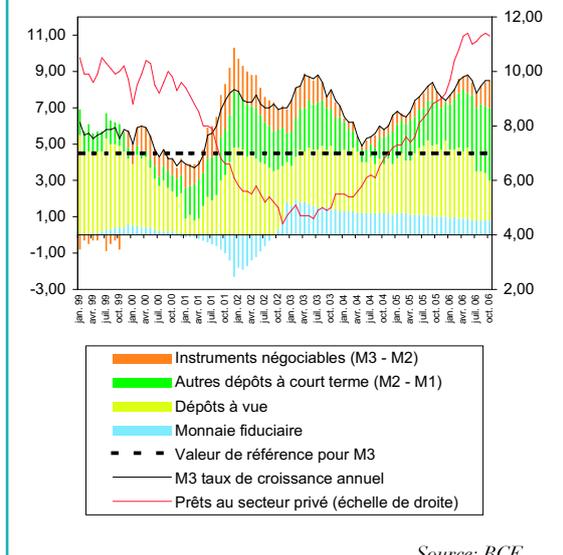
lution des prix nettement plus propice depuis septembre; en effet, selon l'estimation rapide d'Eurostat le glissement annuel de l'IPCH s'est établi à 1,8% en novembre, après 1,7% en septembre et 1,6% en octobre. Cette évolution est fortement liée au repli des prix de l'énergie depuis août. Cependant, au troisième trimestre la fourchette de projection pour le rythme annuel de progression de l'IPCH global en 2006 se situait dans la partie haute de celle projetée en juin 2006; en même temps, par rapport aux projections de juin, l'intervalle de projection avait été revu à la hausse pour l'année 2007. Les intervalles de projection de décembre ont toutefois été revus à la baisse pour 2006 et 2007, reflétant le repli des prix de l'énergie. 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 plus fortes qu'anticipées des hausses précédentes des prix pétroliers sur les prix à la consommation ainsi qu'une nouvelle flambée des prix de l'énergie, et finalement de nouvelles hausses des prix administrés et de la fiscalité indirecte. Dans ce contexte, la hausse des taux directeurs est entièrement justifiée même si les taux d'inflation se sont inscrits en baisse ces derniers mois.

Quant à l'évolution de la croissance économique, les estimations révisées d'Eurostat en septembre et octobre avaient confirmé que la progression de l'activité économique s'était établie à 0,9% en rythme trimestriel au deuxième trimestre de l'année en cours, après 0,8% au premier trimestre; au troisième trimestre, la progression de l'activité économique s'est inscrite à 0,5% en rythme trimestriel. En septembre les intervalles de projection pour la croissance du PIB en volume en 2006 et 2007 avaient été révisés à la hausse par rapport à juin; les intervalles de projection de décembre ont aussi été revus à la hausse par rapport aux projections précédentes.

L'ajustement de l'orientation accommodante de la politique monétaire s'explique également par les développements monétaires qui ont signalé des risques accrus pesant sur la stabilité des prix à moyen et à long termes. Après un bref repli en juillet, la progression annuelle de M3 s'est renforcée pour s'établir à 8,5% en octobre, après 8,2% et 8,5% respectivement en août et en septembre, 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

Alors que la croissance annuelle de l'agrégat étroit M1 s'est quelque peu affaiblie ces derniers mois, ce développement a été plus que contrebalancé par la forte progression des autres composantes de M3. La croissance des prêts des Instituts financiers et monétaires (IFM) au secteur privé, notamment des prêts au logement, demeure également soutenue dans la zone euro, s'établissant à 11,3% en octobre.

### 1.1.2 Les taux d'intérêt appliqués par les Instituts financiers et monétaires (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, c'est-à-dire les sociétés non financières et ménages de la zone euro.

Les quatre relèvements des taux de l'Eurosystème opérés entre décembre 2005 et septembre 2006 ont entraîné une hausse subséquente des taux d'intérêt offerts par les banques sur cette période.

Au cours des neuf premiers mois de 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 81 points de base, passant de 3,49% en décembre 2005 à 4,30% en septembre 2006; cette hausse représente 81% de la hausse globale du taux de refinancement de l'Eurosystème (100 points de base) sur cette même période. Les contrats à taux variables représentent un peu moins de la moitié du volume total des nouveaux contrats sur les crédits immobiliers; cette proportion n'a pratiquement pas varié entre décembre 2005 (48,4%) et septembre 2006 (48,7%).

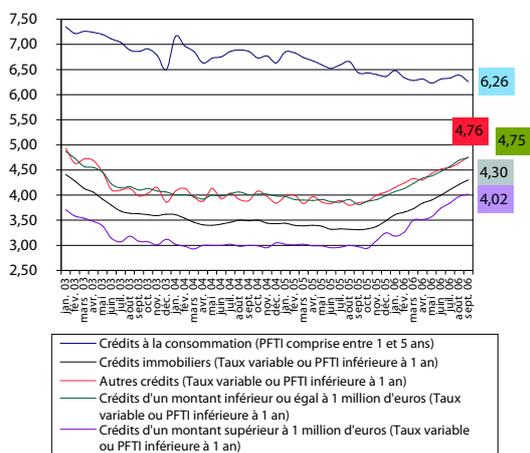
Le coût des crédits autres qu'immobiliers avec une PFTI inférieure à un an s'est apprécié de 70 points de base entre décembre 2005 (4,06%) et septembre 2006 (4,76%).

Notons enfin que le coût des crédits à la consommation, avec une PFTI comprise entre un et cinq ans, a diminué de 10 points de base entre décembre 2005 (6,36%) et septembre 2006 (6,26%); ce phénomène est en grande partie dû à l'écrasement de la courbe des taux d'intérêt sur le moyen terme. Cela a pour conséquence une réduction de l'écart entre ce taux d'intérêt et le taux d'intérêt le plus faible offert aux ménages (observé sur les crédits immobiliers), qui passe de 287 points de base en décembre 2005 à 196 points de base en septembre 2006. Par ailleurs, avec une moyenne de 307 points de base et une variance de 0,15 point de base sur la période allant de janvier 2003 à septembre 2006, cet écart est significativement supérieur à celui observé auprès des banques luxembourgeoises, dont la moyenne et la variance atteignent respectivement 186 et 0,08 point de base sur la même période.

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 76 points de base entre décembre 2005 (3,99%) et septembre 2006 (4,75%). Il en va de même pour les crédits aux SNF dont le montant est supérieur à un million d'euros, puisque le taux débiteur correspondant est passé de 3,25% en décembre 2005 à 4,02% en septembre 2006, soit une hausse de 77 points de base. Il faut rappeler que la situation des crédits aux SNF est très hétérogène au sein de la zone euro en raison notamment des différences entre chaque marché en matière de concurrence entre banques et de niveau d'intermédiation.

Graphique 3

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

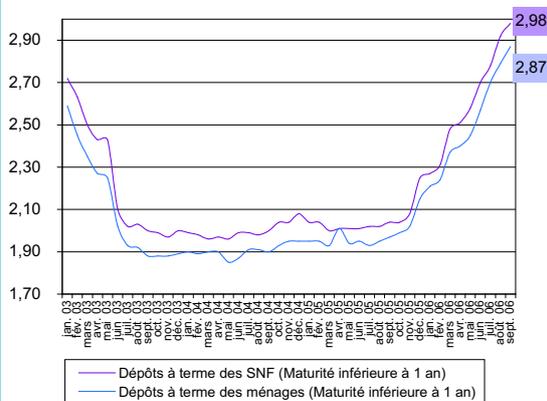


Source: BCE

Sur le plan des taux créditeurs, la rémunération des dépôts des SNF, de maturité inférieure à un an, a progressé dans les mêmes proportions 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 2,87% en septembre 2006, soit une progression de 72 points de base, tandis que celle des dépôts des SNF passait de 2,25% à 2,98%, soit une hausse de 73 points de base.

Graphique 4

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



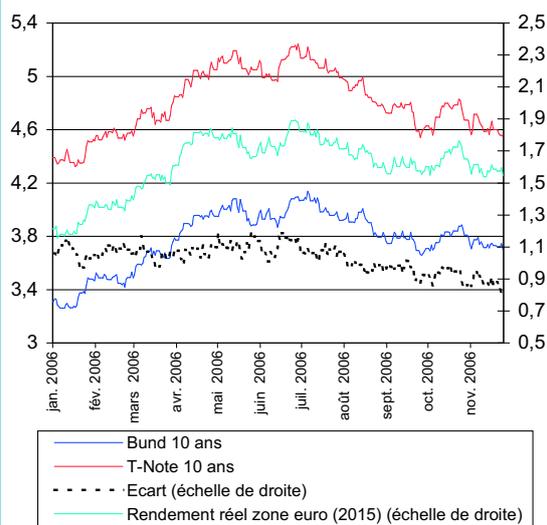
Source: BCE

### 1.1.3 Les rendements des titres publics à long terme

Entre mi-août et le 24 novembre 2006, les rendements des titres publics à long terme ont continué leur repli, en début de la période sous revue. Le recul des rendements obligataires à long terme s'inscrit dans le cadre d'une tendance baissière observée depuis juillet qui fait suite à une période prolongée lors de laquelle les rendements avaient progressé considérablement. Les hausses des taux directeurs dans la zone euro, ainsi que les anticipations de politique monétaire, ont surtout eu un impact sur le segment à court terme de la courbe des rendements.

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'IPCH de la zone euro (hors tabac)

Le repli généralisé des rendements obligataires à long terme amorcé en juillet s'est poursuivi jusqu'en septembre; ces développements traduisent en grande partie une baisse des anticipations d'inflation et des primes de risque correspondantes. Le fléchissement des rendements fut d'abord attribuable à des réajustements de portefeuille en faveur de valeurs refuges suite à l'aggravation des tensions au Moyen-Orient en juillet. L'impact de ces arbitrages de portefeuille a été renforcé par les préoccupations des investisseurs quant à un ralentisse-

ment de la croissance aux Etats-Unis; ces inquiétudes ont eu un effet prolongé sur les marchés ceci d'autant plus que les opérateurs de marché s'attendaient à ce que le resserrement monétaire du Système Fédéral de réserve touche à sa fin après la décision du 8 août de maintenir inchangé le taux objectif des fonds fédéraux, pour la première fois depuis deux ans. Ces perceptions, en parallèle avec un recul prononcé des cours du pétrole et de nouveaux signes quant à un ralentissement de la croissance économique américaine, contribuaient à la baisse des rendements publics à long terme qui ne fut interrompue que vers la fin du mois de septembre. Pendant toute cette période, les rendements de la zone euro ont évolué en parallèle avec les rendements des titres du Trésor américain à long terme.

A partir de fin septembre, les rendements des emprunts publics des deux côtés de l'Atlantique ont suivi une trajectoire haussière pendant plusieurs semaines. Aux Etats-Unis, ce rebond fut lié en grande partie à la publication de données relatives à une importante révision à la hausse des chiffres de l'emploi aux Etats-Unis. Cependant, le 25 octobre le Système fédéral de réserve a maintenu inchangé le taux objectif des fonds fédéraux, ce qui, ensemble avec la publication de données décevantes concernant l'évolution du PIB américain au troisième trimestre, a eu un effet baissier sur les rendements obligataires américains. Les rendements des titres publics à long terme de la zone euro ont suivi l'évolution des titres américains; la publication de données propices a également contribué à la hausse des rendements obligataires de la zone euro. En novembre, les rendements obligataires ont évolué dans une fourchette relativement étroite, sans toutefois faire dégager une évolution tendancielle.

Au cours de la période sous revue, la courbe des rendements aux Etats-Unis s'est déplacée vers le bas, surtout en ce qui concerne le segment à moyen et à long terme. Dans la zone euro, la courbe des rendements s'est aplatie, étant donné que les décisions de politique monétaire et les anticipations y relatives se sont surtout traduites sur le segment à court terme alors que les rendements des titres publics à long terme ont reculé; le segment de un à trois ans est devenu négatif.

Depuis mi-août, les rendements des titres publics à long terme de la zone euro ont ainsi reculé de 27 points de base pour s'inscrire à 3,70% le 24 novembre 2006; aux Etats Unis, le recul des rendements obligataires fut plus prononcé (38 points de base) et le 24 novembre les

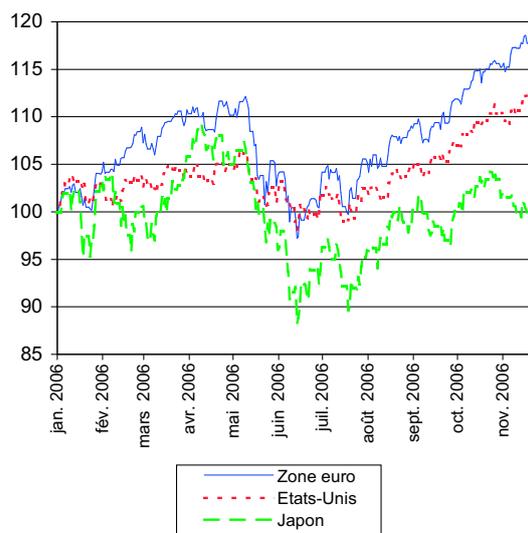
rendements des emprunts publics à dix ans se sont établis à 4,55%. Ainsi, l'écart entre les rendements obligataires américains et ceux de la zone euro s'est établi à 85 points de base.

#### 1.1.4 Les marchés boursiers

Si les marchés se sont fortement repliés en mai et début juin dans un climat d'incertitude accrue, les principaux indices boursiers se sont ensuite fortement redressés et la volatilité implicite s'est inscrite en baisse et à des niveaux proches de ceux enregistrés avant la période de turbulence au début de l'été.

Graphique 6

Les grands indices boursiers dans la zone euro, aux Etats-Unis et au Japon (indice: 01/01/2006 = 100; données quotidiennes)



Source: Bloomberg

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

Malgré les préoccupations des opérateurs de marché quant à un ralentissement de la croissance économique américaine, les cours boursiers ont connu une hausse progressive pendant toute la période sous revue marquée par des opérations importantes de fusions et acquisitions. Les opérateurs de marché s'attendaient à ce que le resserrement monétaire du Système Fédéral de réserve touche à sa fin après la décision déjà mentionnée du 8 août de maintenir inchangé le taux objectif des fonds fédéraux. Le recul des cours du pétrole à partir d'août et la baisse continue des rendements obligataires déjà amorcée en juillet exerçaient un impact positif additionnel sur les marchés; finalement, la croissance observée et attendue des bénéfices par action demeura significative.

Fin septembre et début octobre, les cours boursiers américains et ceux de la zone euro avaient ainsi totalement effacé les pertes enregistrées durant la période de turbulence.

En octobre, les éléments précités ont continué d'avoir un impact sur les marchés qui ont progressé dans un climat de faible volatilité. Dans la zone euro, les cours ont été soutenus par la publication de données indiquant que la croissance demeura relativement forte au troisième trimestre 2006; les hausses des taux directeurs dans la zone euro n'ont guère pesé sur les cours étant donné qu'elles étaient largement anticipées. En novembre, les marchés ont progressé sous l'influence de plusieurs développements économiques contrastés. Au Japon, la réapparition des craintes relatives aux perspectives de croissance a eu une incidence négative; de plus, les opérateurs de marché ont révisé à la baisse leurs anticipations relatives aux bénéfices par action et l'indice japonais a cessé de progresser en parallèle avec les deux autres indices.

Le Dow Jones EuroStoxx et le Standard and Poor's 500 ont progressé respectivement de 10% et de 9%, pour s'établir à 385,6 points et 1400,95 points en fin de période. Les niveaux ainsi atteints constituent des sommets de presque six ans. L'indice japonais est resté globalement inchangé pour clôturer la période à 15 734,6 points.

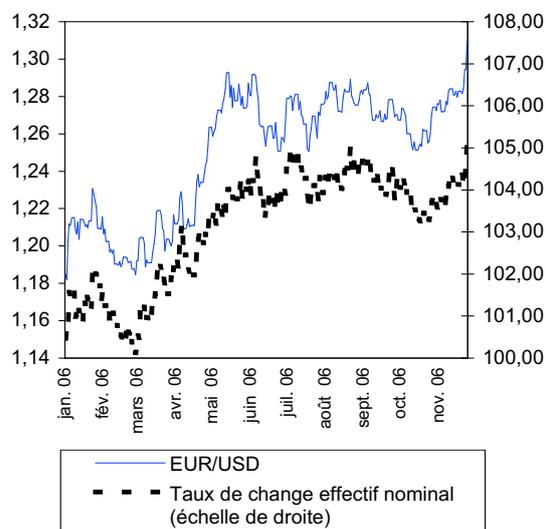
### 1.1.5 Le taux de change de l'euro

La monnaie unique s'est légèrement appréciée entre mi-août et le 24 novembre. On peut cependant dis-

tinguer deux tendances inverses dans cette période: au cours des deux premiers mois, le taux de change effectif nominal<sup>1</sup> de l'euro ainsi que son taux de change bilatéral face au dollar se sont dépréciés; par la suite, l'euro s'est à nouveau inscrit en hausse. Ces développements sont liés, en premier lieu, à l'évolution des anticipations des opérateurs de marché relatives à la croissance de l'économie américaine. Au 24 novembre, le taux de change effectif nominal fut pratiquement au même niveau qu'en mi-août alors que le taux de change bilatéral de l'euro face au dollar s'est apprécié de 2,4%, pour s'établir à USD 1,31; il s'agit en fait d'un sommet d'environ 20 mois. L'euro a aussi continué à s'apprécier de façon tendancielle face au yen, atteignant de nouveaux sommets historiques à plusieurs reprises pour s'établir au niveau record de JPY 151,71 en fin de période; l'élargissement, au cours de l'année, du différentiel des taux directeurs entre la zone euro et le Japon a sans doute contribué à cette évolution.

Graphique 7

Les taux de change de l'euro



Sources: Bloomberg, BCE

<sup>1</sup> 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.

Après avoir affiché une tendance haussière quasiment tout au long de l'année en cours, la devise unique entama en août une période de déclin. En septembre, le taux de change bilatéral de l'euro face au dollar a fléchi malgré une nouvelle réduction des différentiels de taux anticipés de part et d'autre de l'Atlantique. La forte baisse des prix de l'énergie a sans doute soutenu la devise américaine étant donné qu'un recul des cours du pétrole est propice à l'activité économique, apaisant ainsi les inquiétudes des opérateurs de marché quant à un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis. Suite à la publication de données signalant d'importantes dépenses d'investissements au Japon, l'euro s'est replié face au yen pendant les premières semaines de septembre avant de rebondir vers la fin du mois.

A l'évolution propice des prix pétroliers s'ajoutaient, début octobre, une série de données économiques positives dont surtout une révision à la hausse des chiffres antérieurs relatifs à l'emploi aux Etats-Unis; les craintes concernant un ralentissement de l'activité économique se sont donc atténuées davantage, soutenant ainsi la progression du dollar. Toutefois, au cours du mois d'octobre, ce mouvement s'est inversé suite au renforcement des inquiétudes des opérateurs de marché concernant les perspectives de croissance aux Etats-Unis; ces craintes se sont encore intensifiées suite à la publication de données de croissance inférieures aux attentes pour le troisième trimestre. L'euro s'est quelque peu stabilisé face au yen en octobre, pour rebondir début novembre suite à la réapparition des inquiétudes du marché concernant l'évolution de l'économie nippone.

L'euro a aussi continué à s'apprécier face au dollar en novembre. La devise américaine avait déjà commencé à se déprécier face à l'euro suite à la déclaration de la Banque populaire de Chine concernant une diversification des réserves de change en faveur de la devise unique; en fin de période, ce mouvement fut soutenu par un renforcement des anticipations des opérateurs de marché relatif à de nouvelles hausses des taux directeurs de la zone euro en 2007, ainsi que par des spéculations concernant une baisse des taux directeurs américains en début 2007.

La plupart des devises du mécanisme de change II (MCE II) sont restées stables pendant la période sous revue,

continuant à se négocier à leurs cours pivots ou à un niveau proche. Cependant, la couronne slovaque s'est appréciée considérablement suite à l'intervention de la Banque centrale slovaque. A rappeler que, le 11 juillet, le Conseil de l'UE a adopté une décision autorisant la Slovaquie à rejoindre la zone euro au 1er janvier 2007; le cours pivot a été fixé à 239,640 tolar slovaques par euro.

### **1.1.6 L'évolution des prix à la consommation**

L'inflation annuelle dans la zone euro, mesurée par l'IPCH, s'est établie à 1,6% en octobre 2006, après avoir reculé de 2,5% en juillet à 2,3% en août et à 1,8% en septembre. Ce fléchissement de l'inflation découle à la fois d'effets de base favorables liés à la forte hausse des cours du pétrole en 2005 et de la récente baisse significative de ces cours. En effet, le rythme de variation annuel des prix de l'énergie a diminué de 10 points de pourcentage depuis juillet, pour s'inscrire à -0,5% en octobre.

La hausse annuelle des prix des produits manufacturés hors énergie est restée relativement stable depuis juillet, s'établissant entre 0,6% et 0,8%, suite à une accélération au premier trimestre 2006.

Le rythme de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés a fortement progressé au cours des derniers mois, s'établissant à 4,6% en septembre et à 4,2% en octobre, alors qu'il se situait encore à 0,6% en mars 2006. La hausse s'explique, dans une large mesure, par la canicule et la sécheresse observées l'été dernier dans la plupart des pays d'Europe. Cette évolution contraste avec la relative stabilité observée au niveau du taux de progression des prix des produits alimentaires transformés.

Le taux de progression des prix des services est demeuré globalement stable depuis début 2006, s'établissant à des niveaux proches de 2%.

Après s'être inscrit en légère hausse durant le premier semestre de 2006, le taux annuel de croissance de l'IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie s'est stabilisé autour de 1,5% durant la période allant de juillet à octobre.

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

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

Source: Eurostat

Même si le profil d'évolution futur des prix de l'énergie reste incertain, sur la base des cours à terme actuels du pétrole, l'inflation devrait s'inscrire en hausse fin 2006 et début 2007. A noter que selon l'estimation rapide d'Eurostat, le taux de progression annuel de l'IPCH s'établirait à 1,8% en novembre.

Les dernières projections établies par les services de l'Euro-système indiquent que la progression moyenne de l'IPCH s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,1% et 2,3% en 2006, pour se situer entre 1,5% et 2,5% en 2007 et entre 1,3% et 2,5% en 2008. Par rapport aux projections macroéconomiques de la BCE publiées en septembre 2006, les intervalles de projection pour l'inflation ont été revus à la baisse pour 2006 et 2007.

Des risques à la hausse continuent de peser sur les perspectives d'évolution des prix. Ces risques sont liés à des répercussions des précédents renchérissements du pétrole sur les prix à la consommation plus fortes qu'envisagé dans le scénario de base, de nouvelles augmentations des cours du pétrole et de nouveaux relèvements des prix administrés et de la fiscalité indirecte. Plus fondamentalement, compte tenu du dynamisme de la croissance du PIB en volume observé au cours des derniers trimestres et de la poursuite de l'amélioration sur les marchés du travail, une progression des salaires plus prononcée que prévu constitue un risque à la hausse pour la stabilité des prix.

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

La reprise de l'activité économique entamée au troisième trimestre 2003 s'est sensiblement renforcée au premier semestre 2006 comme en atteste l'accélération

de la croissance trimestrielle du PIB de 0,4% au quatrième trimestre 2005, à respectivement 0,8% et 1,0% au premier et deuxième trimestres 2006. Les données les plus récentes indiquent que la croissance économique est demeurée robuste au troisième trimestre 2006, avec 0,5% en rythme trimestriel, quoique légèrement inférieure aux taux observés au premier semestre.

L'examen des différentes composantes du PIB révèle que la demande intérieure a été le principal moteur de la croissance au troisième trimestre, les exportations nettes ayant quant à elles ponctionné la croissance au cours du trimestre sous revue.

La robustesse de la contribution de la demande intérieure au cours du troisième trimestre a été principalement attribuable à la dépense de consommation finale des ménages et des ISBLSM (0,4pp après 0,2pp lors du trimestre précédent),

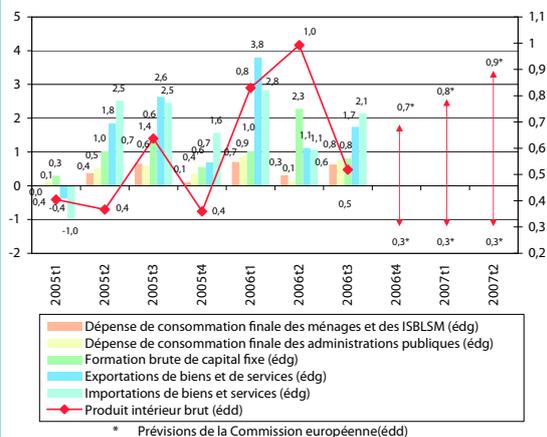
La part contributive de l'investissement (0,2pp contre 0,5pp au deuxième trimestre) est restée positive toujours en phase avec l'environnement favorable créé par des conditions de financement propices et des gains de rentabilité et d'efficacité réalisés par les entreprises.

La contribution de la dépense de consommation finale des administrations publiques s'est raffermie (0,2pp après 0,0pp au cours du trimestre précédent).

Sur le plan externe en revanche, la contribution des exportations nettes est devenue négative par rapport au trimestre précédent, en raison d'une croissance plus vigoureuse des importations (de 1,1% au deuxième trimestre à 2,1% au troisième trimestre) que des exportations (de 1,1% au deuxième trimestre à 1,7% au troisième trimestre).

Graphique 8

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



Sources: Eurostat et Commission européenne

Les dernières projections établies par l'Eurosystème qui tablent sur une progression du PIB réel comprise entre 2,5% et 2,9% pour 2006, entre 1,7% et 2,7% pour 2007 et entre 1,8% et 2,8% pour 2008 présentent un scénario de croissance en phase avec les prévisions publiées récemment par la Commission européenne et l'OCDE. A noter que tant les projections de l'Eurosystème que celles de la Commission européenne et de l'OCDE ont été révisées à la hausse pour 2006 comme pour 2007 par rapport aux données précédemment publiées.

Selon les projections de l'Eurosystème, le taux de variation annuel moyen des exportations, qui incluent les échanges à l'intérieur de la zone euro, devrait s'établir

entre 6,6% et 9,4% en 2006, entre 4,2% et 7,4% en 2007 et serait compris entre 4,2% et 7,4% en 2008. Les parts de marché à l'exportation hors zone euro devraient légèrement décliner sur l'horizon de projection en raison, d'une part, du renforcement de la concurrence mondiale et, d'autre part, des effets retardés des pertes récentes de compétitivité prix. La croissance moyenne en rythme annuel des importations devrait être légèrement inférieure à celle des exportations au cours de la période de projection. La contribution du solde extérieur à la croissance du PIB devrait être globalement neutre de 2006 à 2008.

Parmi les composantes de la demande intérieure du PIB, la consommation privée devrait enregistrer une croissance moyenne en rythme annuel comprise entre 1,8% et 2,2% en 2006, entre 1,3% et 2,3% en 2007 et entre 1,2% et 2,8% en 2008. Les relèvements de la fiscalité indirecte prévus en 2007 devraient se traduire par une modération de la croissance de la consommation en 2007, alors qu'en 2006, celle-ci devrait s'accélérer légèrement en raison de certains effets d'anticipation. Le revenu disponible des ménages devrait être soutenu par une légère amélioration de la situation de l'emploi et des hausses des revenus autres que les salaires. Le taux d'épargne des ménages demeurerait globalement stable sur l'horizon de projection.

Selon les projections de l'Eurosystème, le taux de croissance annuel moyen de la formation brute de capital fixe s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 4,4% et 5,4% en 2006, entre 2,5% et 5,5% en 2007 et entre 1,8% et 5,0% en 2008. L'investissement productif devrait être stimulé par la forte demande extérieure, des conditions de financement favorables et des bénéfices élevés des entreprises. L'investissement privé résidentiel devrait continuer de croître à un rythme modéré durant la période de projection.

**Tableau 2 Projections et prévisions macroéconomiques pour la zone euro**

	2005	2006	2007	2008
<b>Prévisions de la Commission européenne</b>				
PIB réel	1,4	2,6	2,1	2,2
<b>Prévisions de l'OCDE</b>				
PIB réel	1,5	2,6	2,2	2,3
<b>Projections de décembre de l'Eurosystème</b>				
PIB réel	1,5	2,5 / 2,9	1,7 / 2,7	1,8 / 2,8
Consommation privée	1,4	1,8 / 2,2	1,3 / 2,3	1,2 / 2,8
Consommation publique	1,3	1,4 / 2,6	0,5 / 1,5	0,8 / 1,8
Formation brute de capital fixe	2,7	4,4 / 5,4	2,5 / 5,5	1,8 / 5,0
Exportations de biens et de services	4,6	6,6 / 9,4	4,2 / 7,4	4,2 / 7,5
Importations de biens et de services	5,5	6,7 / 9,3	3,9 / 7,3	4,0 / 7,4

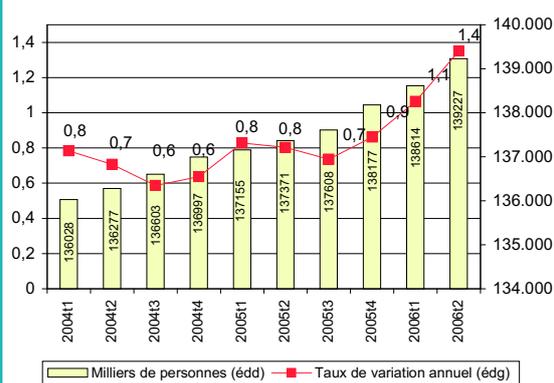
Sources: Eurostat, Commission européenne, OCDE et Eurosystème

La situation sur le marché du travail de la zone euro a continué de s'améliorer au cours du premier semestre 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. Les données les plus récentes corroborent ce scénario de renforcement de la progression annuelle de l'emploi qui est passée de 1,1% à 1,4% du premier au deuxième trimestre 2006. Dès lors, 139,2 millions de personnes ont occupé un emploi au sein de la zone au deuxième trimestre de 2006. 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 troisième trimestre de 2006 en écho à la reprise consolidée de la conjoncture. 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%) et au cours des huit premiers mois de 2006 (de 8,4% en janvier à 7,8% en août).

La récente augmentation du taux de chômage observée entre août et septembre 2006 (+0,1pp soit 11,5 millions de chômeurs en septembre) ne peut pas pour l'instant être interprétée comme un retournement de tendance dans la mesure où elle peut être en partie imputable à une hausse du taux d'activité en phase avec l'amélioration des perspectives sur le marché du travail.

**Graphique 9**

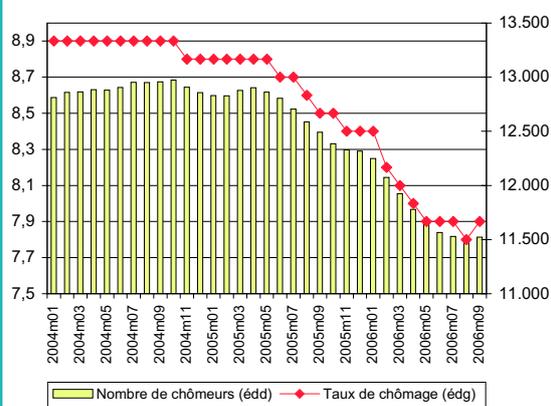
Variation annuelle et niveau de l'emploi total (à l'erreur d'arrondis près)



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

Sur les trois premiers trimestres de 2006, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit de 18 milliards d'euros alors qu'il avait dégagé un excédent de 21,2 milliards sur la même période de 2005. Cette sensible détérioration des échanges extérieurs de biens s'explique par la croissance relativement forte (+16%) des importations qui, sous l'effet du renchérissement de l'énergie et des matières premières, ont atteint 1 025,8 milliards d'euros au cours de trois premiers trimestres de 2006. Les exportations de la zone euro ont certes enregistré une croissance assez soutenue (+11% à 1 007,8 milliards d'euros), mais elle s'est avérée largement inférieure à celle des importations.

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que le déficit dans l'énergie (pétrole et gaz) a fortement grimpé (+35,2%) en atteignant 168,3 milliards d'euros sur les huit premiers mois de 2006 contre 124,5 milliards sur la période correspondante de 2005. De même, le déficit dans les matières brutes (20,2 milliards) s'est alourdi de 12,8%. Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce des machines et véhicules a progressé de 4,9% en atteignant 96,5 milliards d'euros. Le surplus sur les produits chimiques (52,7 milliards) a également affiché une forte croissance (+12,4%).

En ce qui concerne les évolutions selon les principaux partenaires commerciaux, ce sont les échanges avec les Etats-Unis qui ont permis à la zone euro de dégager son excédent le plus important en valeur (46,4 milliards d'euros sur les huit premiers mois de 2006 contre 40,7 milliards sur la même période de 2005, soit +14%). De même, les surplus commerciaux vis-à-vis de la Pologne et vis-à-vis de la Turquie se sont améliorés pour atteindre respectivement 11,3 milliards et 6,3 milliards d'euros. En revanche, le surplus vis-à-vis du Royaume-Uni (31,9 milliards) et vis-à-vis de la Suisse (9,3 milliards) se sont contractés respectivement de 12,1% et de 8,8%. Sur les huit premiers mois de 2006, les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (+21% pour atteindre 55,1 milliards d'euros), la Russie (+52% pour atteindre 32,7 milliards) ainsi que le Japon (+17,1% pour atteindre 14,4 milliards).

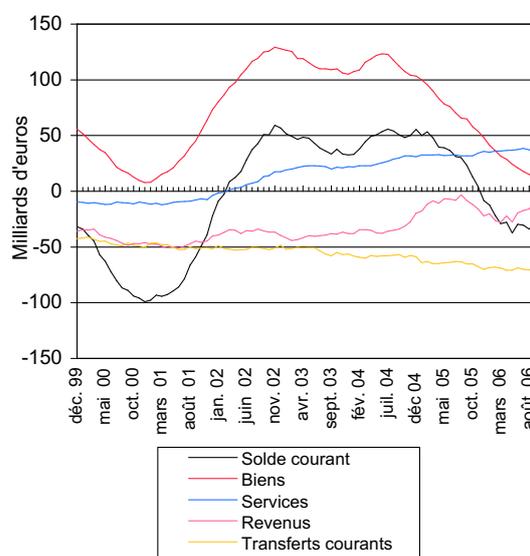
### 1.1.9 La balance des paiements

Sur les douze derniers mois cumulés jusqu'en septembre 2006, la balance courante de la zone euro s'est soldée par un déficit de 29 milliards d'euros alors qu'elle avait dégagé un excédent de 23,1 milliards sur la même

période s'achevant en septembre 2005. Cette détérioration s'explique essentiellement par une évolution défavorable au niveau du solde de la balance des marchandises. Sur la période couvrant les douze derniers mois s'achevant en septembre 2006, l'excédent des biens a en effet chuté à 13,6 milliards d'euros contre 65 milliards sur la période correspondante de 2005. Cette importante contraction du surplus de biens résulte avant-tout du niveau élevé des prix de l'énergie et des matières premières qui a provoqué une hausse plus rapide des importations de marchandises par rapport aux exportations (cfr. Section 1.1.8 ci-dessus). Le compte courant de la zone euro a également souffert d'une évolution défavorable au niveau des transferts courants et des revenus dont les déficits se sont alourdis de respectivement 7,8% et 9,5%. L'excédent des échanges de services s'est en revanche amélioré de 14,8% pour atteindre 36,5 milliards d'euros sur les douze derniers mois cumulés jusqu'en septembre 2006.

Graphique 11

Evolution des soldes du compte courant cumulés sur douze mois



Source: BCE

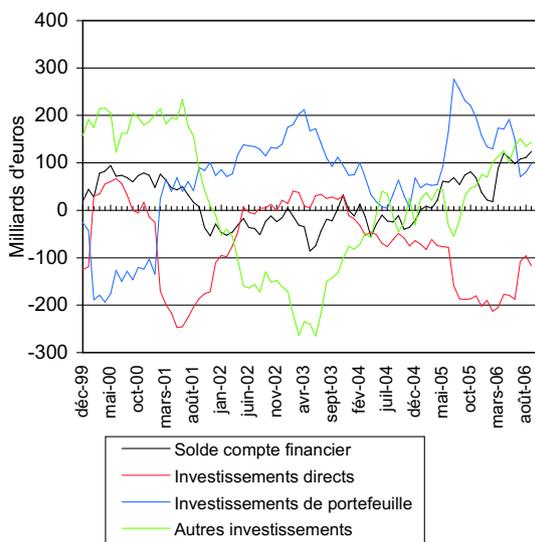
Concernant le compte financier, les flux cumulés sur les douze derniers mois s'achevant en septembre 2006 se sont soldés par des entrées nettes de 123,7 milliards d'euros en faveur de la zone euro contre 74,5 milliards sur la période correspondante de 2005. Cette importation nette de capitaux a été occasionnée par les flux nets d'investissements de portefeuille (98,8 milliards), par les

entrées nettes d'autres investissements (143 milliards) et par la réduction de 10,4 milliards (hors effets de valorisation) dans les avoirs de réserve de l'Eurosystème. En effet, les titres de participation émis par les entreprises de la zone euro continuent à attirer les placements des non-résidents. En revanche, les sorties nettes dans les titres de créance se sont poursuivies en raison du niveau relativement bas des taux de rendement obligataires dans la zone euro comparés à ceux des autres pays industrialisés (Etats-Unis et Royaume-Uni notamment). Les entrées nettes dans les autres investissements sont en grande partie expliquées par une hausse des engagements à court terme (dépôts) des institutions financière et monétaires de la zone euro.

Les entrées nettes ci-dessus ont été en partie compensées par des sorties nettes au titre d'investissements directs (117 milliards d'euros). Les entreprises de la zone euro ont poursuivi les investissements dans leurs filiales étrangères afin de tirer avantage des perspectives de croissance notamment aux Etats-Unis, en Grande Bretagne et dans les pays émergents.

Graphique 12

Evolutions des soldes cumulés (sur douze mois) du compte financier de la zone euro



Source: BCE

## 1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

### 1.2.1 L'évolution des prix et des coûts

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

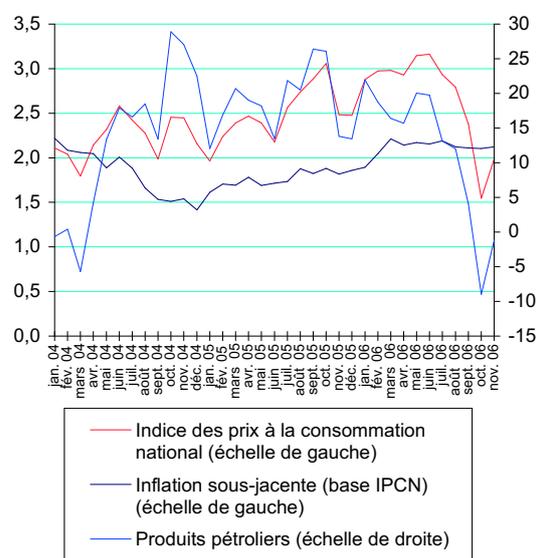
Un recul de l'inflation a été observé au Luxembourg entre juillet et octobre 2006. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) est ainsi graduellement revenu à 1,5% en octobre, soit le niveau le plus bas depuis août 1999, après avoir atteint son point culminant de 3,2% en juin 2006. Cette récente modération de l'inflation s'explique essentiellement par la baisse des prix des produits pétroliers et par des effets de base relatifs à ces prix. En effet, le rythme annuel de progression des prix des produits pétroliers a reculé de 28,7 points de pourcentage depuis juin, pour afficher -9% en octobre. Le mois de novembre a cependant été caractérisé par l'augmentation de l'inflation à 2,0%.

La tendance à la hausse observée depuis début 2005 du rythme annuel de l'inflation sous-jacente<sup>2</sup> s'est interrompue, comme en témoigne un taux inchangé depuis août à 2,1%. L'inflation des prix des services s'est atténuée au cours de la période récente, revenant du pic de 3,3% enregistré en mai 2006 à 2,7% et 2,6%, respectivement en octobre et novembre 2006.

Une cote d'échéance de l'échelle mobile des salaires et des traitements a été dépassée en juillet 2006. La loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile a reporté au 1<sup>er</sup> décembre 2006 la hausse des salaires, des traitements et des pensions (+2,5%), ce qui laisse penser que les tensions sur les prix des services et, partant, sur l'inflation sous-jacente, devraient augmenter au cours des prochains mois.

Graphique 13

#### Inflation et produits pétroliers (taux de variation annuels)



Source: STATEC

L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'indice harmonisé (IPCH) est retombée de son point culminant de 3,9% en juin à 0,6% en octobre. Le ralentissement du rythme annuel de l'IPCH a été bien plus prononcé que le recul de l'inflation mesurée par l'indice national, puisque les produits ayant contribué au récent apaisement de l'inflation, en l'occurrence les produits pétroliers, sont pondérés plus faiblement dans l'IPCN. Le taux de l'IPCH enregistré en novembre a été de 1,8%.

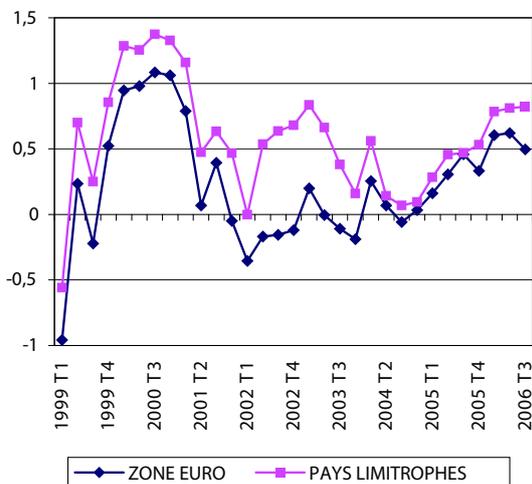
Le graphique suivant indique que les différentiels d'inflation<sup>3</sup> du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes sont demeurés défavorables au Luxembourg au cours de la période récente. De fait, les écarts d'inflation par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes ont atteint respectivement 0,50 et 0,82 point de pourcentage au troisième trimestre 2006. Sur la période décembre 1998-octobre 2006, la hausse de l'IPCN du Luxembourg a été de 20,1%, tandis que les IPCH de la zone euro et des pays limitrophes ont progressé respectivement de 17,9% et de 14,8%.

2 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.

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

Graphique 14

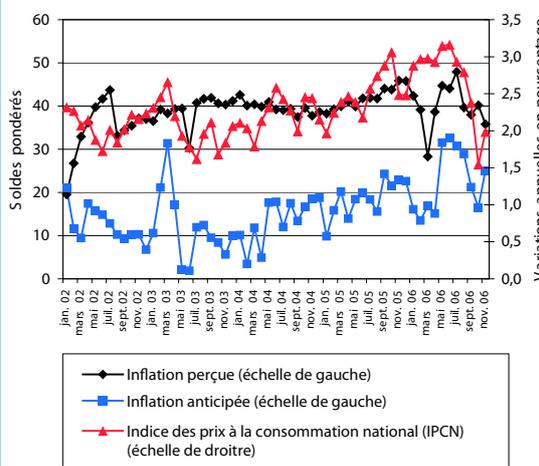
Différentiels d'inflation (en points de pourcentage)



Sources: STATEC, Eurostat, calculs BCL

Graphique 15

Inflation perçue, anticipée et observée



Sources: BCL et STATEC

S'agissant des variables qualitatives relatives aux prix à la consommation recensées par l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs, on note une amélioration des perceptions au cours de la période d'août à novembre 2006. Cette tendance des perceptions est globalement conforme à l'évolution observée de l'inflation. Les consommateurs sont également devenus nettement plus optimistes entre mi-2006 et octobre en ce qui concerne l'inflation anticipée. Cependant, les anticipations se sont détériorées en novembre. Ces résultats sont illustrés par le graphique qui suit.

## PROJECTIONS D'INFLATION

### Hypothèses

Mi-novembre, l'euro cotait aux environs de 1,28 USD/EUR, soit au même niveau que lors des projections datant de septembre 2006<sup>4</sup>. Le prix du Brent s'est quant à lui établi simultanément autour de 60 \$/bl et les marchés à terme anticipent une hausse graduelle vers un niveau de 65 \$/bl en décembre 2007, soit des hypothèses nettement inférieures à celles de l'exercice précédent. En somme, la stabilisation de l'euro et la chute du prix du pétrole exprimé en dollar ont entraîné une forte révision à la baisse, en moyenne de 17%, des hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

4 Voir Bulletin 2006/1 BCL, pp.28-30.

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

	2005	2006	2007	06-T3	06-T4	07-T1	07-T2	07-T3	07-T4
Prix du pétrole (brent) en \$	54,4	65,5	64,6	70,6	59,5	61,9	64,3	65,7	66,4
Taux de change \$/€	1,24	1,25	1,28	1,27	1,27	1,28	1,28	1,28	1,28
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	42,3	19,1	-3,4	9,8	-2,3	-5,9	-9,5	-7,2	11,1

Source: BCL.

En ce qui concerne les mesures fiscales du gouvernement, elles demeurent inchangées par rapport à l'exercice précédent. Le projet de loi relatif au budget du gouvernement central pour l'année 2007 ne renferme notamment pas de nouvelles mesures ayant une incidence directe sur les prix à la consommation. Rappelons que deux mesures qui avaient déjà été 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. Elles consistent en un relèvement du niveau des accises sur l'essence et le diesel de respectivement 20 €/1 000 l et 12,5 €/1 000 l à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2007. Selon nos estimations, l'impact de cette mesure sur l'indice national des prix à la consommation serait de l'ordre de 0,07 pp. L'impact sur l'IPCH serait plus élevé, de l'ordre de 0,2 pp.

Les évolutions récentes de l'inflation à l'exclusion de l'énergie ont, en moyenne, été en ligne avec nos projections antérieures. L'inflation s'est stabilisée entre août et octobre à 2,3% pour l'IPCH excluant l'énergie et à 2,1% pour l'IPCN excluant l'énergie. Une légère baisse de l'inflation au niveau des services a été compensée, d'une part, par une accélération des biens alimentaires non traités à la suite de la sécheresse prolongée qui a sévi en Europe, et, d'autre part, par une hausse de l'inflation des biens industriels non-énergétiques. En ce qui concerne le futur proche, la récente baisse du prix du pétrole devrait tempérer les hausses des prix à la production industrielle, aussi bien au Luxembourg que dans la zone euro. De ce fait, la diffusion du renchérissement des matières premières aux produits industriels et des produits industriels aux prix à la consommation pourrait également perdre en vigueur. Cependant, à court terme, on ne peut pas exclure l'accélération de l'inflation sur base des hausses antérieures du prix du pétrole. De même, une amélioration des marges de profit des entreprises en aval de la chaîne de la production devient d'autant plus probable que le climat conjoncturel robuste persiste. Ainsi, au troisième trimestre 2006, la croissance trimestrielle de 0,5% dans la zone euro, bien qu'en décélération par

rapport au deuxième trimestre, est restée proche de son potentiel. Au delà du futur proche, l'attention se porte sur la vitesse avec laquelle l'écart entre la production effective et son niveau potentiel va se rétrécir et risquer 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 et restera 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 induite par les salaires ne s'est pas encore renforcée et la modération salariale observée dans la zone euro dans son ensemble constitue un argument pour une évolution modérée des prix à la consommation. Si les risques de tensions sur les salaires se sont récemment accrus, le scénario central des projections macro-économiques de l'Eurosystème demeure basé sur une évolution contenue des salaires dans la zone euro.

Pour le Luxembourg, l'inflation importée ne révèle pas encore de tensions inquiétantes et elle demeure à un niveau très bas malgré une légère accélération des prix des biens industriels non-énergétiques en provenance des pays limitrophes. Le phénomène de la globalisation a contribué à contenir l'inflation dans les pays industriels en dépit de l'impact à la hausse qu'elle a eu sur les prix de l'énergie et des matières premières. L'intégration de l'Europe de l'Est, de la Chine et de l'Inde dans l'économie mondiale a ainsi engendré une pression à la baisse sur les prix, via le canal des biens importés, en renforçant la concurrence effective et potentielle dans les économies de la zone euro en particulier, et en exerçant ainsi une pression à la baisse sur l'évolution des salaires. Cette situation ne changera guère à court terme. L'Allemagne va relever en janvier 2007 son taux de TVA principal de 3 pp, mais il est admis que cette mesure restera sans incidence notable sur les prix à la consommation au Luxembourg.

### Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, l'IPCN énergie connaîtrait à l'instar

de l'IPCH énergie une évolution favorable à la fin de l'année 2006 et en 2007. Après pratiquement 3 années consécutives de hausses des prix des produits énergétiques, le taux d'inflation convergerait vers zéro au quatrième trimestre 2006 et, en moyenne, il se stabiliserait à ce niveau sur l'horizon de projection. La contribution de l'énergie à l'inflation globale serait donc en moyenne neutre. En revanche, le profil inter-temporel serait plus volatile, avec une inflation qui ressurgirait en fin 2007, en raison de la dissipation des effets de base favorables et d'un prix du pétrole à nouveau en hausse (voir graphique). Etant donné que les hypothèses relatives au prix du pétrole ont été fortement révisées à la baisse, les projections pour l'inflation de l'IPCH énergie l'ont été également. La révision est de -5,0pp pour le deuxième semestre 2006 et de -6,6pp au premier semestre 2007.

Les projections concernant l'inflation excluant l'énergie demeurent pratiquement inchangées. Cependant, la hausse des prix du tabac vers la mi-2006 a été moins importante qu'anticipée et a ainsi entraîné une révision à la baisse, de l'ordre de 0,2pp, de l'IPCH excluant l'énergie. Les projections relatives aux services et aux biens industriels non-énergétiques n'ont guère dû être adaptées étant donné le scénario pratiquement inchan-

gé au niveau des salaires. L'inflation à l'exclusion de l'énergie devrait ainsi se stabiliser en 2007, par rapport au deuxième semestre 2006, à respectivement 2,0% pour l'IPCN excluant l'énergie et 2,4% pour l'IPCH excluant l'énergie.

Après un taux de 1,5% en octobre, l'inflation mesurée par l'IPCN global devrait rebondir autour des 2,0% en novembre sans cependant infléchir le processus de baisse de l'inflation globale. Sur base des projections, l'inflation tomberait de son sommet de 3,1% au deuxième trimestre 2006 à 2,0% au tournant de l'année 2006/2007 et baisserait davantage vers la mi-2007 pour rebondir en fin d'année 2007 à des taux légèrement supérieurs à 2% (voir graphique). Le profil de l'inflation globale serait ainsi similaire à celui de l'inflation des produits énergétiques.

L'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation demeure pratiquement inchangé par rapport à l'exercice précédent. Les calculs de cet impact tiennent compte des mesures fiscales annoncées, des projections pour les hausses du prix du tabac ainsi que de l'hypothèse d'une baisse vers la normale de l'inflation des prix administrés en 2007 par rapport à 2006, année où les hausses de prix s'étaient avérées particulièrement élevées.

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

	2005	2006	2007	2006-2 <sup>e</sup> sem	2007-1 <sup>er</sup> sem	2007-2 <sup>e</sup> sem
IPCN	2,5	2,7 (-0,2)	2,0 (-0,3)	2,3 (-0,4)	1,9 (-0,5)	2,0
IPCN hors énergie	1,7	2,1	2,0 (-0,1)	2,1	2,0 (-0,1)	2,0
IPCH	3,8	3,0 (-0,4)	2,2 (-0,5)	2,2 (-0,8)	2,0 (-0,1)	2,4
IPCH énergie	14,9	8,0 (-2,7)	0,7 (-3,2)	1,9 (-5,0)	-0,2 (-6,6)	1,6
IPCH hors énergie	2,4	2,3 (-0,1)	2,4 (-0,2)	2,3 (-0,2)	2,3 (-0,2)	2,5
Impact des mesures gouvernementales <sup>5</sup> sur l'IPCN, en pp	0,4	0,6	0,5			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	1,4	0,8 (-0,1)	1,0			

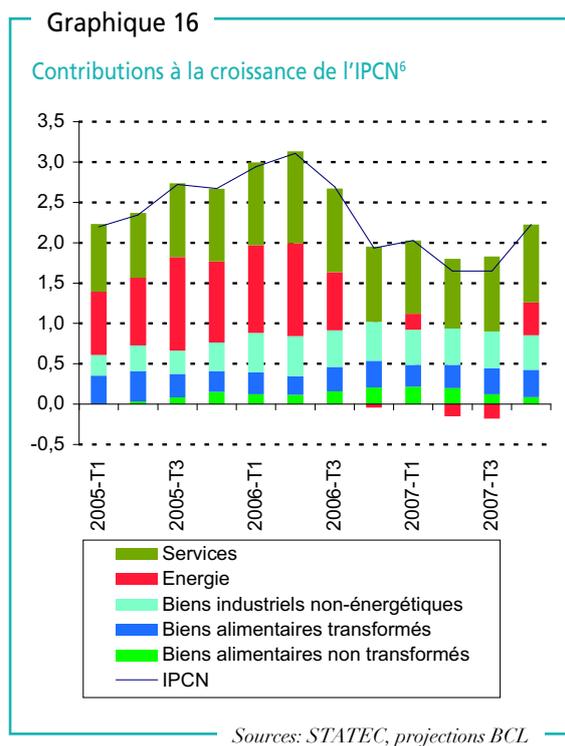
Source: BCL

Le paiement effectif de la tranche indiciaire automatique due pour le mois d'août a été reporté au 1<sup>er</sup> décembre 2006 suite à la modulation du mécanisme d'indexation telle que contenue dans les dispositions afférentes de la

loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires. Conformément aux mêmes dispositions, il n'y aurait pas de paiement de tranche indiciaire en 2007. Sur base de nos projec-

<sup>5</sup> 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.

tions, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur est prévu pour la fin de l'année 2007. Etant donné l'évolution anticipée du prix du pétrole à un niveau en moyenne supérieur à 63 \$/bl, la hausse automatique des salaires serait postposée au 1<sup>er</sup> mars 2008, conformément à la loi du 27 juin 2006.



### Analyse des risques

La forte chute du prix du pétrole des niveaux avoisinant les 75 \$/bl en été à 60 \$/bl vers mi-novembre a entraîné une révision à la baisse des projections d'inflation. Si, contrairement aux hypothèses qui tablent sur un rebond du prix du pétrole, la baisse du prix du brent se poursuivait, l'inflation baisserait davantage que prévu, de sorte que le dépassement de la cote d'échéance pourrait n'avoir lieu qu'en début 2008. Dans cette configuration, le paiement de cette tranche indiciaire serait reporté, selon les termes de la loi du 27 juin 2006, du début de l'année 2008 au début de l'année 2009, avec à la clé, un impact favorable sur l'évolution de l'inflation à cet horizon.

### 1.2.1.2 Les prix à la production industrielle

La progression moyenne des prix à la production industrielle s'est poursuivie au troisième trimestre 2006 avec une augmentation de 3,3% par rapport à la période précédente. Depuis le premier trimestre 2004 et hormis une période relativement courte vers la mi-2005, les prix à la production industrielle connaissent ainsi une montée quasiment ininterrompue qui s'est soldée par une progression de 30%. L'évolution récente des prix est essentiellement imputable aux prix des biens intermédiaires, dont en particulier les prix de produits sidérurgiques, qui affichent un renchérissement de plus de 4% au troisième trimestre 2006. Par contre, les autres types de biens, les biens d'équipement et les biens de consommation, affichent des variations de prix nettement plus modestes, ce qui semble témoigner d'une transmission relativement lente et faible de la hausse des coûts de l'énergie et des coûts des biens intermédiaires aux prix des biens en aval de la chaîne de production.

Deux facteurs ont probablement influé sur la politique des entreprises en matière de prix de vente. D'une part, le prix moyen du pétrole a encore légèrement progressé au troisième trimestre. D'autre part, malgré la hausse du prix du pétrole et en dépit du ralentissement observé aux Etats-Unis, la croissance de l'économie mondiale est restée robuste au deuxième semestre de l'année 2006. En particulier, le dynamisme de la demande émanant des pays du Sud-Est Asiatique demeure inchangé. La croissance dans ces pays s'est même avérée supérieure aux attentes et a soutenu la forte demande pour les biens intermédiaires, qui s'est par conséquent répercutée en une tendance haussière des prix de ces biens.

<sup>6</sup> 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.

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

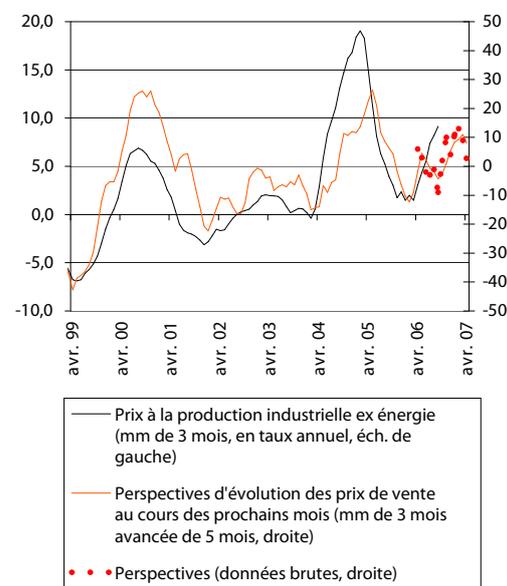
	2004	2005	2006-9 mois	2005-T4	2006-T1	2006-T2	2006-T3
Ensemble des produits industriels	9,0	8,1	6,5	1,7	1,9	2,5	3,3
Biens intermédiaires	12,8	10,4	6,9	2,8	1,4	3,2	4,1
Biens d'équipement	5,6	0,1	0,1	-1,6	0,0	0,8	0,9
Biens de consommation	0,0	0,9	1,1	0,0	0,2	0,5	0,4
Biens énergétiques	-1,1	11,2	20,4	-1,0	11,4	2,0	2,2

Source: STATEC

Compte tenu de la progression récente des prix, le profil des taux de variation annuels demeure orienté à la hausse, une évolution d'ailleurs légèrement plus favorable que ne le laissait augurer l'indicateur des prix des enquêtes de conjoncture harmonisées relatif aux perspectives d'évolution (voir graphique). Cependant, selon ces mêmes enquêtes, il est vraisemblable que la tendance de l'inflation annuelle s'aplatira au cours des prochains mois – les taux annuels restant toutefois proche des 10%. Bien qu'on ignore les causes exactes de ce changement probable, la chute récente du prix du pétrole, supérieure à 20% par rapport aux niveaux observés vers la mi-août, est de nature à tempérer la pression à la hausse sur les prix à la production industrielle.

**Graphique 17**

**Prix à la production industrielle, évolutions effective et anticipée<sup>7</sup>**



Sources: Eurostat, calculs BCL

### 1.2.2 L'industrie

La hausse des prix de vente de produits industriels s'est répercutée sur le chiffre d'affaires du secteur qui a progressé de plus de 14% lors des 8 premiers mois par rapport à la même période de l'année précédente, un taux nettement supérieur à celui observé en 2005. Par contre, en dépit de cette évolution des prix, la situation conjoncturelle semble moins favorable. L'évolution de la production par jour ouvrable, bien que supérieure à celle de l'année passée, est plus modeste avec une

<sup>7</sup> L'indicateur est basé sur les données ajustées pour les variations saisonnières (Eurostat). A l'instar des autres indicateurs des enquêtes de conjoncture, on ne retient que la balance des réponses positives (prix à la hausse) et négatives (prix à la baisse).

croissance marginalement supérieure à 2% et qui dépasse à peine la progression observée dans la zone euro. Si, à l'instar de l'évolution de ses prix de vente, la production des biens intermédiaires est en forte hausse,

c'est l'industrie hors sidérurgie qui marque le pas. En termes de variation annuelle, la production par jour ouvrable dans cette branche affiche notamment une légère baisse pour les 8 premiers mois de l'année.

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

	2004	2005	2006-8mois	2005-T4	2006-T1	2006-T2
Chiffre d'affaires	20,8	2,2	14,4	5,2	14,7	14,8
Production du mois	4,5	0,5	2,3	1,9	5,5	1,0
Production par jour ouvrable	3,9	0,1	2,1	1,7	5,1	0,9
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	4,0	3,6	-0,7	2,3	1,5	-1,2
Biens intermédiaires (ppjo)	4,7	-0,4	6,0	4,5	6,4	7,5
Biens d'équipement (ppjo)	4,9	11,4	-1,4	9,0	3,5	0,3
Energie (ppjo)	1,2	-0,9	2,0	-4,4	5,1	0,6

Source: STATEC

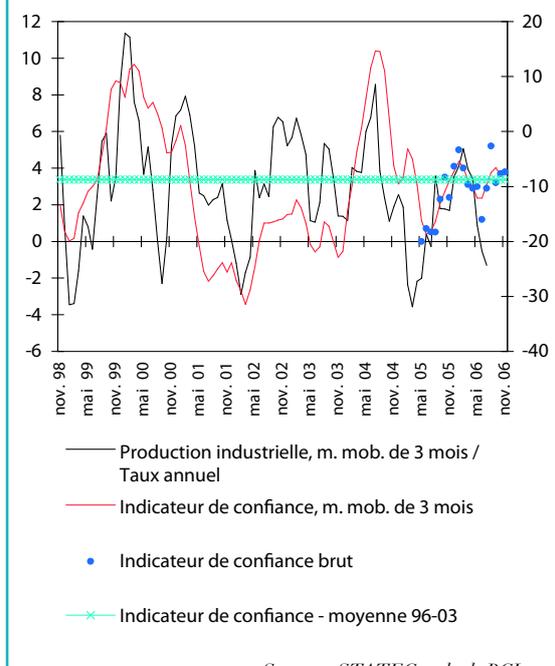
L'évolution de la production industrielle paraît surprenante à l'aune des résultats des enquêtes de conjoncture. En effet, un déphasage entre, d'une part, l'indicateur de confiance, qui est censé traduire une vue synthétique des enquêtes d'opinion mensuelles et, d'autre part, la production industrielle peut être observé (voir graphique). En 2006, l'indicateur de confiance a caracolé autour de sa moyenne historique signalant ainsi une poursuite, voire même une légère hausse, de la trajectoire de croissance de la production observée depuis le début de l'année. La variation effective de la production industrielle a par contre emprunté la direction opposée et a été orientée à la baisse.

Les enquêtes de conjoncture trimestrielles, disponibles jusqu'en octobre, confirment les résultats du mois de juillet et elles confèrent également une image nettement plus positive de la situation conjoncturelle que ne l'indiquent à l'heure actuelle les enquêtes statistiques. Deux indicateurs, à savoir la durée de production assurée, à 3,7 mois et le degré d'utilisation des capacités de production, à 87%, s'établissent à des niveaux historiquement élevés. Le pourcentage d'entreprises citant une insuffisance de demande comme facteur limitant la production demeure à son tour inchangé et à un niveau relativement bas. Par conséquent, les résultats des enquêtes d'opinion mensuelles et trimestrielles sont de bon augure pour la fin de l'année 2006 et le début

2007 et préfigurent sur un rebond de la croissance de la production industrielle.

**Graphique 18**

Indicateur de confiance et production industrielle<sup>8</sup>



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

### 1.2.3 La construction

A l'instar du secteur de l'industrie, la construction connaît une légère accélération du rythme de croissance. Le chiffre d'affaires et la production par jour ouvrable progressent de respectivement 3,3% et de 0,9% lors des huit premiers mois de 2006 contre des variations moyennes de respectivement 3,1% et de -0,3% en 2005.

En ce qui concerne les différentes branches, après deux années consécutives de baisses du niveau d'activité, il semble que la dégradation dans le génie civil ait pris fin et que la situation s'est stabilisée. La branche du bâtiment profite toujours d'un environnement porteur et connaît une croissance annuelle de 0,9% selon l'indicateur de la production par jour ouvrable. Cette tendance favorable devrait se prolonger également sur le reste

de l'année et au-delà, bien qu'on ne puisse vraisemblablement pas s'attendre à une nouvelle phase d'accélération de la production. Lors du premier semestre, les autorisations de bâtir relatives aux logements s'établissent à peu près au même niveau que celui observé en 2005, année durant laquelle le niveau était de 40% supérieur à la moyenne des 6 années précédentes. Les crédits au logement accordés par les banques s'affichent en hausse de 13,2% pour la même période, en dépit du fait que l'Eurosystème ait accéléré le rythme d'ajustement monétaire. Même si les répercussions de la politique monétaire se manifestent uniquement avec un décalage dans les taux hypothécaires appliqués par les banques commerciales, le renchérissement du coût du crédit sera probablement de nature à tempérer la dynamique exceptionnelle de la demande.

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

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

Source: STATEC

<sup>9</sup> Nombre de logements (Maisons à appartements et maisons individuelles).

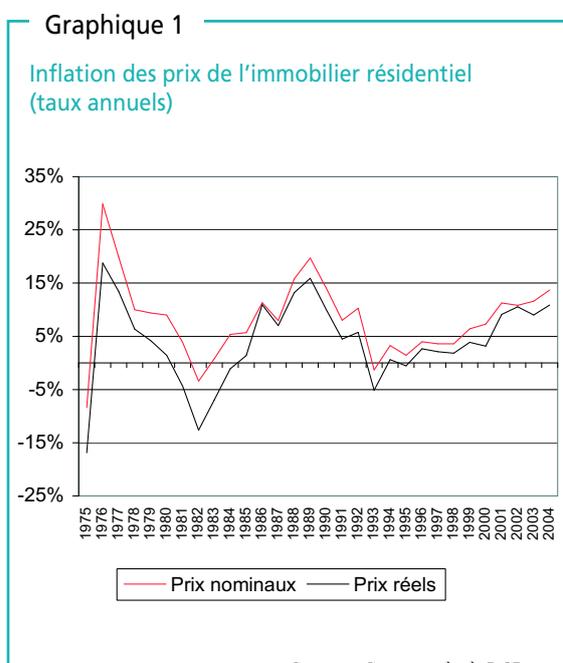
<sup>10</sup> Total des crédits immobiliers consentis à des résidents (promoteurs et non-promoteurs).

## L'immobilier résidentiel au Luxembourg

Le présent encadré constitue une mise à jour partielle d'une contribution intitulée «L'évolution récente des prix immobiliers au Luxembourg est-elle exceptionnelle?» parue dans le Bulletin 2006/1 de la BCL. En particulier, les données relatives à l'année 2004 ont pu être traitées plus en détail dans le présent encadré. A noter aussi que les prix de l'immobilier résidentiel relatifs aux années 1994 à 2003, déjà commentés dans l'analyse mentionnée ci-dessus, ont été légèrement révisés.

Le graphique 1 retrace l'inflation des prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg à l'aide d'un indice construit par la BCL sur base de statistiques annuelles publiées par le STATEC. Celles-ci proviennent de l'Administration de l'enregistrement et des domaines et couvrent l'ensemble des ventes de biens immobiliers au Luxembourg. L'indicateur produit par la BCL est un indice chaîne calculé selon la méthode de Laspeyres qui combine les prix moyens des ventes dans six différentes catégories d'immobilier résidentiel. A noter cependant que les séries utilisées pour calculer l'indice de la BCL ont plusieurs limites, à savoir, des imprécisions au niveau des définitions et le nombre limité des transactions dans certaines catégories. Ce dernier problème implique que des prix atypiques relatifs à certaines ventes individuelles peuvent fausser les résultats.

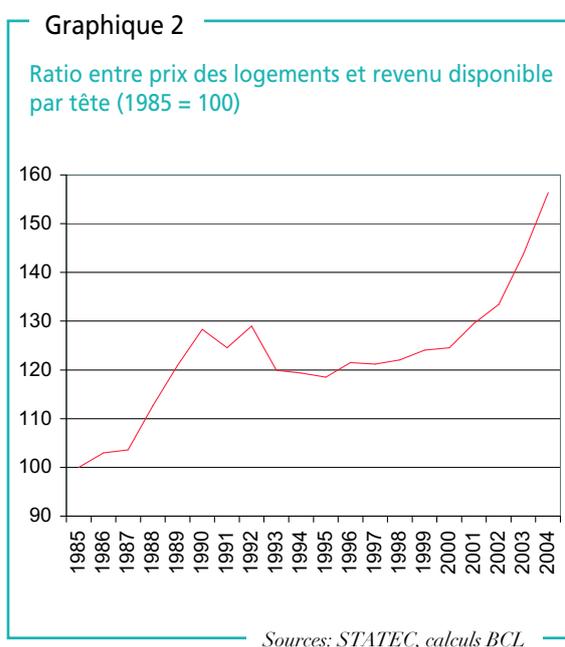
Selon l'indice de la BCL, la tendance globalement haussière des taux de progression des prix de l'immobilier résidentiel observée depuis 1994 s'est poursuivie jusqu'en 2004. En effet, le rythme de croissance des prix nominaux (réels<sup>11</sup>) de l'immobilier résidentiel a atteint 13,7% (10,9%) en 2004, contre 11,6% (9,0%) en 2003 et 10,8% (10,5%) en 2002. Le graphique illustre aussi que les taux de croissance des prix nominaux et réels de l'immobilier résidentiel observés au cours des dernières années, quoique élevés, ne semblent pas exceptionnels. En effet, le rythme de croissance des prix de l'immobilier résidentiel a été plus élevé au milieu des années soixante-dix et à la fin des années quatre-vingt. Cependant, le rythme nominal (réel) ne s'est établi en moyenne qu'à 8% (3,7%) environ au cours des trente dernières années.



11 Le déflateur de la consommation privée a été utilisé.

Pour la période qui n'est pas couverte par l'indicateur de la BCL, à savoir 2005 et les trois premiers trimestres 2006, l'indicateur calculé par l'Observatoire de l'Habitat<sup>12</sup> semble signaler que les prix de l'immobilier résidentiel auraient continué d'augmenter, bien qu'à un rythme plus lent.

Le graphique suivant fournit une mesure de l'accessibilité au logement mesurée par le ratio entre les prix de l'immobilier résidentiel et le revenu disponible par tête<sup>13</sup>. Selon cette mesure, l'accessibilité au logement s'est détériorée entre 1985 et 1992 pour s'améliorer en 1993. La période 1994-2000 a été caractérisée par une relative stabilité. Finalement, l'accessibilité a subi une nouvelle détérioration marquée depuis 2001. En 2004, le ratio a atteint un pic qui dépasse largement les points hauts observés à la fin des années 1980 et au début des années 1990.



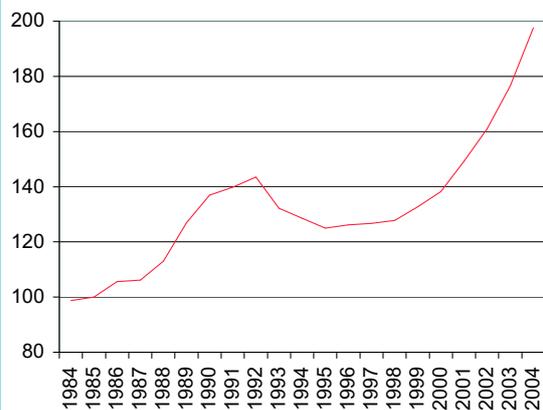
L'évolution du rapport entre les prix de l'immobilier résidentiel et les loyers permet d'évaluer l'attraction relative du marché de la location par rapport à l'achat. Il constitue également une approximation du rendement d'un investissement immobilier. Ce ratio a doublé depuis 1984 (cf. graphique 3). On distingue une première phase de hausse prononcée entre 1980 et 1992. La tendance s'est ensuite inversée entre 1993 et 1995 pour ensuite connaître une période de relative stabilité. Le ratio a fortement augmenté à nouveau depuis 1999 indiquant que la hausse des loyers a été sensiblement en retrait par rapport à celle des prix des de l'immobilier résidentiel. Il sera intéressant d'observer l'évolution de ce ratio pour les années subséquentes et en particulier à partir de 2006-2007 en raison de l'entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2006 de la «loi du 21 septembre 2006 sur le bail à usage d'habitation et modifiant certaines dispositions du Code civil».

12 Cet indicateur des prix moyens des logements est élaboré par l'Observatoire à partir d'un relevé systématique, durant la première semaine de chaque mois, des annonces immobilières dans la presse quotidienne et spécialisée, ainsi que sur l'Internet. L'indicateur est calculé à partir des prix proposés après rejet des annonces incomplètes, des erreurs de saisies, des valeurs extrêmes, ainsi que des doublons. Ces prix moyens sont ensuite déflatés à partir de l'indice du coût de la vie, puis convertis sur une base 100 établie au deuxième trimestre 2003. Il ne s'agit pas des prix réels des transactions mais simplement des prix de l'offre d'un logement sur le marché immobilier.

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

Graphique 3

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



Sources: STATEC, calculs BCL

En conclusion, le rythme de progression des prix des logements observé lors de l'actuel boom immobilier ne semble pas exceptionnel par rapport au passé. Néanmoins, la situation semble remarquable au regard des niveaux atteints par le ratio des prix des logements/revenu disponible par tête ainsi que par le ratio des prix des logements/loyers. Ces ratios indiquent que l'accessibilité au logement n'a jamais été aussi ardue au Luxembourg depuis le milieu des années quatre-vingt et que le coût relatif de l'achat par rapport à la location n'a jamais été aussi soutenu.

#### 1.2.4 Le commerce et les autres secteurs

Les différentes branches du commerce présentent un bilan globalement positif en 2006. Au cours du premier semestre, on observe notamment une accélération des ventes dans le commerce de gros et le commerce de détail par rapport à la moyenne de 2005. L'amélioration de la situation conjoncturelle dans le commerce de détail, à savoir une progression du chiffre d'affaires qui dépasse nettement l'évolution des prix à la consommation, constitue un élément hautement positif. Cette embellie pourrait surprendre dans un contexte de confiance morose telle qu'affichée par les consommateurs dans les enquêtes de conjoncture. Mais, l'accélération des dépenses de consommation des ménages est sans doute davantage liée à la progression du revenu salarial dans le contexte de l'amélioration sur le front de

l'emploi et de la hausse des salaires. En ce qui concerne l'hôtellerie et les restaurants, ceux-ci affichent une décélération de leur niveau d'activité au premier trimestre 2006. A priori, cette évolution n'est pourtant guère défavorable. En effet, étant donné la base de comparaison relativement élevée – au cours du premier semestre 2005, le volume des affaires était affecté positivement par un élément exceptionnel, à savoir la présidence de l'Union européenne assumée par le Luxembourg – on aurait pu s'attendre à un léger recul du chiffre d'affaires. Les immatriculations de voitures témoignent pour leur part également d'un comportement de consommation robuste des ménages. Après une année de stagnation en 2005, elles progressent en moyenne de 4,0% lors des neuf premiers mois de 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-T4	2006-T1	2006-T2	2006-T3
Immatriculations de voitures	10,0	1,6	-3,2	-2,7	15,5	-0,8
Commerce de gros	5,1	5,7	4,8	7,7	8,3	
Commerce de détail	4,4	3,0	1,3	3,9	6,4	
Hôtels et restaurants	2,2	4,7	5,4	2,4	1,7	

Source: STATEC

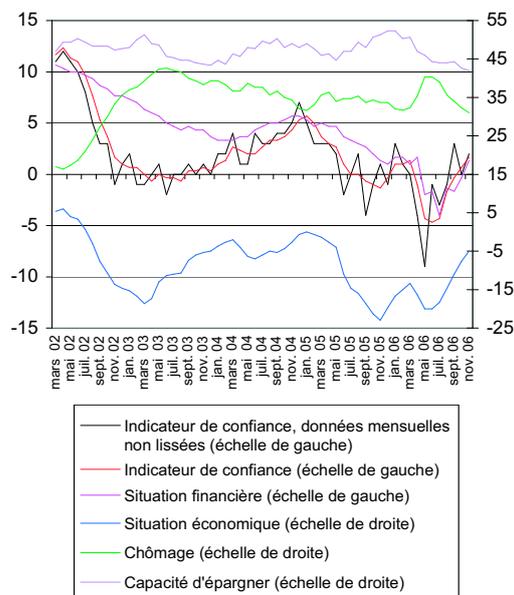
### 1.2.5 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs

La confiance des consommateurs s'est raffermie depuis mi-2006, mettant ainsi un terme à la tendance négative entamée début 2005. Vers la mi-2006, la confiance des consommateurs a affiché le niveau le plus bas depuis l'introduction de l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs<sup>14</sup> en 2002. La moyenne mobile de l'indicateur de confiance des consommateurs a, en effet, affiché une valeur de +1,7 en novembre 2006, alors qu'elle ne se situait qu'à -4,7 en juin. La récente progression de l'indicateur de confiance des consommateurs a permis à celui-ci d'afficher en novembre 2006 un niveau proche de la moyenne historique calculée sur toute la période.

Cette hausse de l'indicateur de confiance est pour l'essentiel due à trois de ses composantes, dénotant une amélioration des anticipations des consommateurs relatives à leur situation financière, à la situation économique générale et au chômage. L'évolution favorable de ces trois composantes a été contrebalancée quelque peu par un léger fléchissement des anticipations en matière de capacité d'épargner.

Graphique 19

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



Source: BCL

- Notes: – Séries corrigées des variations saisonnières par Tramo-Seats.  
 – L'indicateur de confiance des consommateurs constitue la moyenne arithmétique des soldes pondérés des quatre questions suivantes:
- (i) situation financière des ménages au cours des 12 prochains mois,
  - (ii) situation économique générale au cours des 12 prochains mois,
  - (iii) évolution du chômage au cours des 12 prochains mois et
  - (iv) capacité d'épargner au cours des 12 prochains mois.
- En ce qui concerne la question relative au chômage, une augmentation témoigne d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable des perceptions.

<sup>14</sup> L'enquête s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

Au-delà des informations fournies par les composantes de l'indicateur, on peut penser que le déclin de la confiance des consommateurs sur la période d'automne 2005 à la mi-2006 peut avoir été lié à l'incertitude entourant les discussions relatives au contenu des réformes structurelles ainsi qu'aux difficultés rencontrées par plusieurs entreprises luxembourgeoises. La déclaration du gouvernement sur la situation économique, sociale et financière du pays du 2 mai 2006 devrait au moins partiellement avoir levé cette incertitude.

Il a été noté dans des publications antérieures de la BCL (cf. Rapport annuel 2005 et Bulletin 2006/1) que les indicateurs de confiance des consommateurs du Luxembourg et de la zone euro ont suivi des tendances divergentes depuis la mi-2005, après avoir évolué de concert jusqu'alors. Globalement, la confiance des consommateurs de la zone euro s'est améliorée à partir de la mi-2005, tandis que la confiance des consommateurs du Grand-Duché a emprunté une trajectoire baissière jusqu'à mi-2006. La progression de la confiance des consommateurs, observée depuis juin 2006 au Luxembourg, a ainsi rétabli un certain degré de co-mouvement entre les indicateurs de confiance du Luxembourg et celui de la zone euro. Des facteurs propres au Luxembourg, comme l'incertitude liée aux discussions relatives aux réformes structurelles semblent avoir moins dominé l'évolution de la confiance des consommateurs au Luxembourg au cours des derniers mois.

## 1.2.6 Le marché du travail

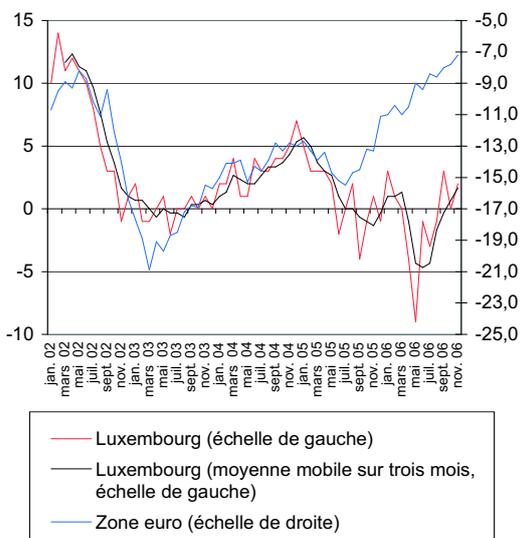
### 1.2.6.1 L'emploi

Les dernières informations disponibles confirment l'amélioration de la situation sur le marché du travail au Luxembourg en 2006 en écho au redressement de la conjoncture. La croissance de l'emploi s'est raffermie, tandis que l'augmentation du nombre de chômeurs s'est ralentie par rapport aux années précédentes. En effet, la progression annuelle de l'emploi total intérieur s'est accélérée pour atteindre 4,3% en octobre et aboutir à un emploi de 329 443 personnes (après 3,3% soit 315 807 personnes en octobre 2005).

L'économie luxembourgeoise a donc créé un nombre grandissant d'emplois tout au long des dix premiers mois de 2006 et ce sont les frontaliers, dont le nombre total est sur le point de dépasser la barre des 130 000 personnes à la fin du mois d'octobre 2006 (129 892 frontaliers en octobre après 120 862 douze mois plus tôt, soit une augmentation de 7,5%) qui continuent d'occuper la grande majorité de ces nouveaux emplois. De fait, le poids des non-résidents dans les emplois nouvellement créés et dans l'emploi total s'est cristallisé autour de respectivement 65% et 38% au cours des dix 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 à 208 554 personnes en octobre 2006 (contre 203 948 résidents occupant un emploi douze mois plus tôt soit une hausse de 2,3%).

Graphique 20

Indicateurs de confiance des consommateurs du Luxembourg et de la zone euro (donnés corrigés des variations saisonnières)



Sources: BCL, Commission européenne

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

	2004	2005	2005T1	2005T2	2005T3	2005T4	2006T1	2006T2	2006T3	juil-06	août-06	sept-06	oct-06
Emploi salarié intérieur*	2,6	3,2	3,2	3,0	3,2	3,5	3,8	4,2	4,5	4,4	4,5	4,6	4,7
Indépendants*	1,9	2,6	3,2	3,2	2,5	1,6	-0,4	-0,9	-0,8	-1,0	-0,8	-0,6	-0,4
Emploi total intérieur*	2,5	3,2	3,2	3,1	3,2	3,3	3,5	3,8	4,2	4,0	4,2	4,3	4,3
Frontaliers entrants*	4,7	5,8	5,8	5,5	5,9	6,0	6,1	6,6	7,1	7,0	7,1	7,2	7,5
Emploi national*	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	1,7	1,9	2,0	2,2	2,1	2,2	2,3	2,3
Population active*	1,9	2,0	1,9	2,0	2,0	2,2	2,3	2,1	2,3	2,1	2,2	2,4	2,4
Taux de chômage «strict»	3,9%	4,2%	4,3%	4,0%	4,2%	4,5%	4,7%	4,1%	4,2%	4,1%	4,1%	4,4%	4,5%
Taux de chômage «strict» ajusté pour les variations saisonnières	3,9%	4,2%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%	4,4%
Taux de chômage «large»	5,7%	6,1%	6,2%	6,0%	6,0%	6,3%	6,5%	6,0%	6,0%	5,9%	6,0%	6,2%	6,30%
Taux de chômage harmonisé	5,1%	4,5%	5,1%	4,3%	4,5%	4,6%	4,7%	4,7%	n.d.	4,8%	4,8%	4,9%	n.d.

Sources: IGSS, STATEC et calculs BCL

Selon la décomposition de l'emploi entre les différents secteurs de l'économie, qui est disponible actuellement pour le premier semestre 2006, l'accélération de la croissance de l'emploi repose désormais sur une base sectorielle plus large. De fait, le secteur «industrie et manufacture» qui avait engendré une hémorragie d'emplois au moment du ralentissement conjoncturel de 2003 crée à nouveau des emplois. En effet, la contribution de ce secteur à la progression de l'emploi est redevenue légèrement positive (0,2pp) au cours du semestre sous revue. En outre, ce sont les secteurs des «services fournis principalement aux entreprises, recherche et développement, locations sans opérateurs et des services informatiques» qui expliquent près d'un quart de cette croissance annuelle de 3,7% observée au cours du premier semestre 2006. Le secteur «Intermédiation financière, assurances et auxiliaires financiers» contribue à près d'un sixième de la croissance de l'emploi. 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 semestre sous revue (0,3pp).

En dépit du renforcement de la progression de l'emploi au cours des premiers mois de 2006, le rythme annuel de l'emploi intérimaire s'est ralenti (7,9% en moyenne au cours du premier semestre de 2006<sup>15</sup> après 13,7% l'année précédente à la même période). Dans le contexte économique favorable qui prévaut actuellement, cette évolution quelque peu atypique du travail intérimaire pourrait être liée à une substitution de contrats à durée déterminée par des contrats à durée indéterminée.

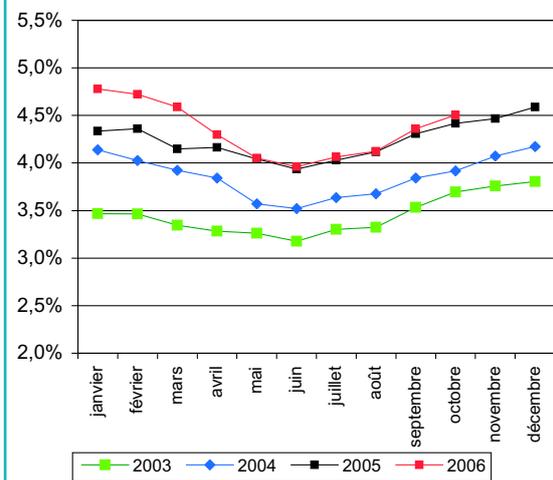
#### 1.2.6.2 Le chômage

Le repositionnement de la conjoncture sur un sentier de croissance a commencé à porter ses fruits sur le front du chômage. En effet, la croissance annuelle du nombre de chômeurs s'est notablement infléchi de janvier à août (passant de 12,6% en janvier à 2,4% en août) pour ensuite légèrement se relever en septembre et octobre (respectivement à 3,6% et 4,4%), quoique le nombre de chômeurs observé de janvier à octobre 2006 ait été supérieur à celui observé l'année précédente.

<sup>15</sup> Les données relatives au travail intérimaires ne sont pour l'heure disponibles que pour le premier semestre de 2006.

Graphique 21

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



Sources: ADEM, STATEC

Dans ce contexte, la tendance baissière du taux de chômage au sens «strict» observée tout au long du premier semestre 2006 (de 4,8% en janvier à 4,0% en juin), s'est inversée depuis juillet (4,5% en octobre). Le chômage faisant état d'un profil saisonnier prononcé, il est intéressant de noter que le taux de chômage «désaisonnalisé» a été stable autour de 4,4% en moyenne au cours des dix premiers mois de 2006 ce qui témoigne d'une stabilisation de la situation de fond.

Dès lors, 9 835 personnes ont été au chômage au sens «strict» en octobre 2006. En outre, l'évolution récente du taux de chômage ne permet pourtant pas de conclure à un diagnostic d'entrée dans une phase de rémission durable 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 vont être inscrites en tant que DENS si elles ne retrouvent pas un emploi avant la fin de leur préavis. Il semblerait que la moitié des personnes touchées par ces licenciements n'auraient pas bénéficié d'un reclassement pour l'heure.

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 52% de l'effectif total au cours des dix premiers mois de 2006 (après 55% 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 (25,2% 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 de la période sous revue). En outre, la catégorie d'individus enregistrés depuis plus de 12 mois est la seule ayant affiché une hausse de ses effectifs (15,7% 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 termes de démotivation et de déperdition de compétences.

Au cours des dix 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. Cependant, la croissance en rythme annuel des mesures spéciales pour l'emploi est demeurée faible (1,5% en moyenne de janvier à octobre 2006). Dès lors, les mesures pour l'emploi touchent désormais 3 880 personnes en octobre 2006 (contre 3 886 l'année précédente) et le taux de chômage «large» s'affiche à 6,3% (après 6,2% en octobre 2005), ce qui représente 13 715 personnes (après 13 308 personnes douze mois plus tôt).

Dans ce contexte, le nombre d'offres d'emploi non satisfaites (OENS) a poursuivi sa remarquable ascension au cours des dix premiers mois de 2006 (+41,2% en moyenne en glissement annuel) dans le sillage de la progression observée depuis 2004. De fait, 1 705 emplois ont été offerts au cours de la période sous revue. 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 dix premiers mois de 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 octobre 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: «Vendeurs» (19 chômeurs potentiellement intéressés par une offre d'emploi), «Autres services» (18/1) 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).

### 1.2.6.3 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 des sept premiers mois de 2006, en accélération par rapport à la même période de l'année précédente (3,3%). La décomposition de la croissance du coût salarial moyen révèle que la contribution plus substantielle des «autres composantes» (1,5 pp après 0,8 pp l'année précédente à la même période) 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 derniers mois de 2006 sous les effets conjugués d'une part de la modulation de l'indexation 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		Trimestres						Mois		
		2004	2005	2005T1	2005T2	2005T3	2005T4	2006T1	2006T2	200605	200606	200607
Contribution à la croissance en points de pourcentage	Indexation	2,1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
	Autres composantes	1,0	1,0	0,6	1,0	1,3	1,2	1,5	1,6	2,9	0,6	0,9
Variation annuelle en %	Coût salarial total	3,1	3,5	3,1	3,5	3,8	3,7	4,0	4,1	5,4	3,1	3,4

Source: IGSS

## 1.2.7 Le secteur financier

### 1.2.7.1 L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

L'emploi dans le secteur bancaire:

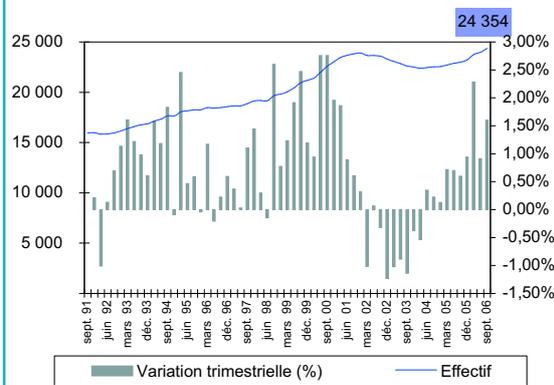
L'effectif du secteur bancaire s'est établi à 24 354 emplois au 30 septembre 2006, contre 23 970 emplois au 30 juin 2006, ce qui représente une hausse de 384 emplois (+1,60%). Sur un an, cette hausse atteint 5,85%, soit une création nette de 1 347 emplois. D'une

manière générale, le secteur bancaire luxembourgeois est créateur net d'emplois de façon ininterrompue depuis le premier trimestre 2004, avec, comme l'illustre le graphique ci-dessous, une hausse sensible du rythme de créations au cours des trimestres récents. Il semble que cette situation de croissance au Luxembourg puisse être considérée comme pérenne à moyen terme dans la mesure où, selon une récente étude menée au Luxembourg par un cabinet de Conseil<sup>16</sup>, 29% des 2500 Directeurs Financiers consultés envisagent d'agrandir leurs équipes.

<sup>16</sup> Cette étude a été reprise dans l'Agefi d'octobre 2006.

Graphique 22

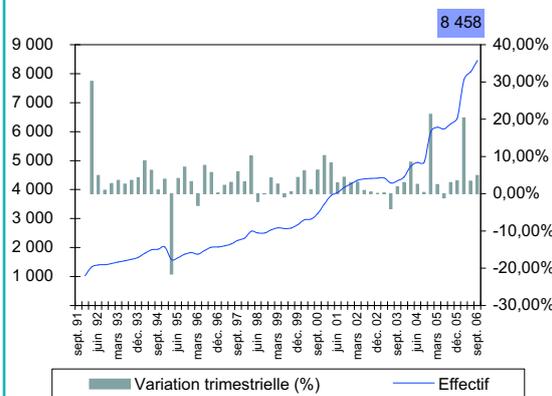
Evolution de l'emploi dans les banques



Source: CSSF

Graphique 23

Evolution de l'emploi dans les PSF



Source: CSSF

Cette dynamique de créations d'emplois s'explique essentiellement par la croissance continue de l'activité des banques, elle-même liée au regain de confiance des investisseurs dans les produits financiers. Parallèlement, les capitaux disponibles pour l'épargne ont progressé de manière importante dans certaines régions du monde, à l'image de la Russie ou du Moyen-Orient, ce qui dynamise les activités de gestions d'actifs de tiers, spécialité de nombreuses banques présentes sur la place luxembourgeoise: Ainsi, 16% de la hausse de 384 emplois observée entre juin et septembre 2006 est le fruit d'une entité, filiale d'un acteur majeur de la place, créée au début de l'année 2006 afin de répondre au développement de ce type d'activités.

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

L'effectif des professionnels du secteur financier s'est établi à 8 458 emplois au 30 septembre 2006, ce qui représente une hausse de 394 emplois, soit 4,89%. Sur un an, cette hausse atteint 34%; cette évolution est largement le fruit des nouveaux agréments intervenus au cours de cette période, de sorte que ce phénomène explique près d'un emploi sur trois créé dans ce secteur au cours du troisième trimestre 2006.

1.2.7.2 Les établissements de crédit

- L'évolution du nombre des établissements de crédit

Le processus de concentration dans le paysage bancaire luxembourgeois, souvent initié par les maisons-mères des entités luxembourgeoises, s'est encore poursuivi au cours des neuf premiers mois de l'année 2006. Toutefois, le développement favorable des différents domaines d'activités du secteur bancaire au Luxembourg s'est traduit par un assouplissement de la pression concurrentielle qui pèse sur les établissements de crédit. Ainsi, la hausse des bénéficiaires semble ainsi avoir un effet réducteur sur la recherche de synergies par croissance externe.

Le tableau ci-dessous fournit un aperçu détaillé de l'évolution du nombre d'établissements de crédit. Il fait état d'une situation nette inchangée au cours des onze premiers mois de l'année 2006, avec un nombre d'entités inscrites sur le tableau officiel de 155 au 30 novembre 2006, soit sont niveau de décembre 2005. Toutefois, si le deuxième trimestre 2006 s'était caractérisé par une tendance assez marquée de réduction du nombre d'établissements de crédit, le troisième trimestre, ainsi que le mois de novembre 2006, ont permis un rééquilibrage. Plus en détail, nous pouvons souligner que la hausse enregistrée entre juin et septembre 2006 est en partie liée à la concentration des activités administratives de filiales de groupes bancaires internationaux dans leurs succursales situées à Luxembourg. Cette concentration

des activités au sein des succursales luxembourgeoises permet de réduire les frais de fonctionnement dans la mesure où ces dernières ne sont pas contraintes de publier des comptes annuels et que leurs services béné-

ficient d'un taux de TVA plus favorable que celui qui leur serait appliqué en dehors du Luxembourg; sous certaines conditions, il est même possible pour ces succursales de bénéficier d'une exemption de TVA.

**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. Luxembourg S.A. (155)		01.01.2006	Fusion avec Banque Degroof
EFG Bank (Luxembourg) S.A.	10.01.2006		
Avanzia Bank S.A.	11.01.2006		
Banque Colbert (Luxembourg) S.A.		16.01.2006	
Hypo Public Finance Bank		31.03.2006	Fermeture
Puilaetco 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		
Industrial and Commercial Bank of China Luxembourg S.A.	05.09.2006		
Merrill Lynch International Bank Limited, succursale de Luxembourg		30.09.2006	Fermeture
Citico Bank Nederland N.V., Luxembourg Branch	8.11.2006		

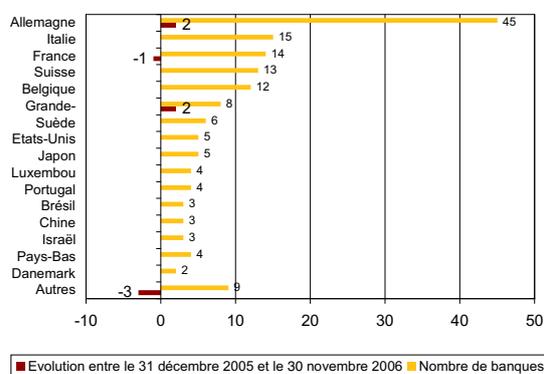
Source: BCL

Plus en détail nous pouvons dénombrer trois fusions, une liquidation, quatre fermetures et huit nouvelles constitutions.

Par ailleurs, la graphique suivante montre la répartition des banques par origine géographique. Nous pouvons noter que les banques allemandes dominent l'activité bancaire au Luxembourg avec 45 unités fin novembre 2006. On dénombrait également 14 banques d'origine française, 15 d'origine italienne, 12 d'origine belge, 13 d'origine suisse et 4 banques luxembourgeoises. Ces 6 pays représentent 66% du nombre total des banques actives sur la place luxembourgeoise.

**Graphique 24**

**Répartition géographique des banques de la place financière luxembourgeoise**



Source: BCL

- La somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois

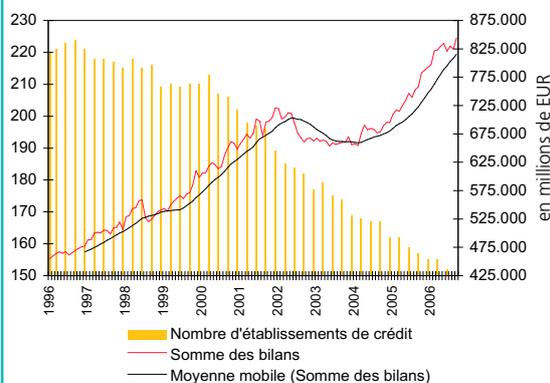
L'amélioration du climat économique général et la bonne tenue des marchés boursiers, favorisé par une baisse des prix pétroliers survenue entre août et septembre 2006, ont généré un regain de confiance de la part des entreprises et des investisseurs. Dans ce contexte, le taux de croissance annuel, de septembre 2005 à septembre 2006, de la somme des bilans des banques luxembourgeoises a atteint 11,3%. Le troisième trimestre 2006 s'est caractérisé par une hausse de 2,8% de la somme des bilans, ce qui est nettement supérieure à celle de 1,6% observée au cours du même trimestre de l'année 2005.

A l'actif du bilan, l'augmentation du volume d'activités s'est manifestée en premier lieu au niveau des créances sur la clientèle et des créances interbancaires. Au passif, on notera en particulier la hausse des dettes envers la clientèle non-bancaire ainsi que celle des dettes interbancaires; ces hausses ont atteint respectivement 12,7% et 12,9% depuis un an (septembre 2005 à septembre 2006).

Le graphique qui suit illustre notamment la progression du volume d'activité, observée entre fin décembre 2005 (792 420 millions d'euros) et fin septembre 2006 pour atteindre un sommet historique de 843 941 millions d'euros.

**Graphique 25**

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



Source: BCL

La réduction nette d'un établissement de crédit, observée au cours des neuf premiers mois de l'année 2006, n'est donc pas signe de perte d'attractivité de la place financière puisqu'elle s'accompagne d'une hausse du volume d'activité. Ces évolutions se traduisent en une hausse du volume moyen d'activité par banque; ce dernier est passé de 5 112 millions d'euros à 5 480 millions d'euros (+6,5%) au cours de la même période.

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

En terme de tendance, après une baisse de 0,3% au cours du deuxième trimestre 2006, la somme des bilans des banques luxembourgeoises était en hausse de 2,8% au cours du troisième trimestre.

Coté actif, cette hausse s'explique tout d'abord par la progression de 2,4% des prêts interbancaires; avec un encours de 417 386 millions d'euros au 30 septembre 2006, ce poste représentait, à cette date, une part importante de l'ensemble des crédits (71,5%) mais aussi de l'ensemble des actifs (49,5%). Il convient également de souligner que sur un an, soit de septembre 2005 à septembre 2006, la hausse de l'encours des prêts interbancaires atteignait 5,0%.

Par ailleurs, l'encours du portefeuille titre, second poste bilantaire avec une dotation de 234 141 millions d'euros et un poids relatif de 27,7% de l'ensemble des actifs au 30 septembre 2006, n'affichait qu'une hausse de 0,9% au cours du troisième trimestre de cette année. Toutefois, sur un an, l'encours de ce poste était en progression de 15,5%, passant de 202 706 millions d'euros à 234 141 millions d'euros. Cette tendance positive est liée à l'environnement favorable observé sur les marchés financiers; ainsi la hausse globale de 31 435 millions d'euros est répartie à hauteur de 20 780 millions d'euros sur les portefeuilles «autres que des actions» et 9 764 millions d'euros sur le portefeuille «actions». Le portefeuille de participations joue un rôle mineur (891 millions d'euros) dans ce contexte.

Enfin, les prêts à la clientèle non bancaire, dont le poids relatif atteignait, au 30 septembre 2006, 19,7% de l'ensemble des actifs, ont progressé de 6,6% au cours du troisième trimestre 2006 pour atteindre un encours de 166 112 millions à la fin de période. Cette évolution s'explique par des conditions de financement offertes aux agents non financiers qui demeurent relativement accommodantes, malgré les différents ajustements de politique monétaire opérés tout au long de l'année 2006. Sur un an, la hausse de ce poste bilantaire atteignait 23,1%.

**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 <sup>1)</sup>
	2005/09	2006/06	2006/09	2005/09 - 2006/09		2006/06 - 2006/09		2006/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Créances interbancaires	397 636	407 580	417 386	19 750	5,0	9 806	2,4	49,5
Créances sur la clientèle	134 909	155 900	166 112	31 203	23,1	10 212	6,6	19,7
Portefeuille titres	202 706	232 044	234 141	31 435	15,5	2 098	0,9	27,7
Autres actifs	23 063	25 140	26 302	3 239	14,0	1 162	4,6	3,1
<b>Total de l'actif</b>	<b>758 314</b>	<b>820 663</b>	<b>843 941</b>	<b>85 627</b>	<b>11,3</b>	<b>23 278</b>	<b>2,8</b>	<b>100,0</b>

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; celles-ci représentaient, au 30 septembre 2006, 58,0% de l'encours des dettes et 47,4% de l'ensemble du passif. Par ailleurs, le financement interbancaire était en hausse de 7 136 millions d'euros, soit 1,8%, au cours du troisième trimestre 2006. Sur un an, entre septembre 2005 et septembre 2006, cette progression a atteint 45 129 millions d'euros, soit 12,7%.

L'augmentation relativement modeste des dépôts interbancaires, observée au cours du troisième trimestre

2006 (1,8%), tranche avec la progression de 11 472 millions d'euros, soit 4,1%, des dépôts de la clientèle non bancaire sur cette même période. Sur un an, les dettes à l'égard de cette clientèle ont augmenté de 12,9% (33 068 millions d'euros).

Enfin, le financement par le biais d'émission de titres de créance est un instrument peu utilisé par les banques luxembourgeoises (10,4% du passif avec un encours de 88 176 millions d'euros à la fin septembre 2006). Au troisième trimestre 2006, cette position était en hausse de 2,5% tandis qu'elle ne progressait que de 2,0% sur base annuelle (de septembre 2005 à septembre 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 <sup>1)</sup>
	2005/09	2006/06	2006/09	2005/09 - 2006/09		2006/06 - 2006/09		2006/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	354 895	392 887	400 024	45 129	12,7	7 136	1,8	47,4
Dettes envers la clientèle	257 002	278 598	290 070	33 068	12,9	11 472	4,1	34,4
Dettes représentées par un titre	86 449	86 023	88 176	1 728	2,0	2 153	2,5	10,4
Autres passifs	59 969	63 154	65 670	5 702	9,5	2 517	4,0	7,8
<b>Total du passif</b>	<b>758 314</b>	<b>820 663</b>	<b>843 941</b>	<b>85 627</b>	<b>11,3</b>	<b>23 278</b>	<b>2,8</b>	<b>100,0</b>

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source: BCL

## Les crédits à la clientèle non-bancaire

### Les crédits aux résidents

Les crédits accordés à la clientèle non-bancaire résidente au Luxembourg s'élevaient à 37 540 millions d'euros au 30 septembre 2006, contre 39 115 millions d'euros en juin 2006, soit une baisse de 4,0%. Cependant, au 30 septembre 2005, l'encours de ce poste atteignait 30 949 millions d'euros et a donc progressé de 21,3% sur un an. La baisse observée entre juin et septembre 2006 est principalement due au segment des autres intermédiaires financiers; leurs encours de crédits auprès des banques luxembourgeoises ont été réduits de 2 660 millions d'euros (-15,6%) au cours du troisième trimestre 2006. Il convient de souligner que ce segment est particulièrement sensible aux modifications des politiques d'investissements de la part des intervenants; cette baisse peut ainsi être mise en relation avec les effets exceptionnels de certains participants du marché, ceci d'autant plus que sur la période allant de septembre 2005 à septembre 2006, une hausse de 34,1% (3 662 millions d'euros) peut être observée sur cette rubrique. Par ailleurs, la demande de crédits émanant des autres intermédiaires financiers a gagné en importance pour

représenter 38,3% de l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire résident. Toutefois, ce développement sur base annuelle est aussi à mettre en parallèle avec l'accroissement du nombre d'intervenants dans ce secteur. Les sociétés d'assurances et les fonds de pension jouent, avec un poids relatif de 0,6%, un rôle mineur dans la demande de crédits et en dépit d'un accroissement assez fort (+10,4% au troisième trimestre 2006 et +66,4% sur un an). Cette faible demande de crédits s'explique par le fait que les sociétés d'assurances financent principalement leurs placements en titres de créance par l'encaissement de primes.

Sur l'ensemble des crédits au secteur non-bancaire luxembourgeois, les ménages avaient un poids relatif de 35,4%, avec un encours total de 13 286 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2006, en augmentation de 2,4% par rapport à juin 2006 et 12,2% sur base annuelle. Dans ce contexte, on notera que la majeure partie des crédits aux ménages luxembourgeois (82,6%) concerne des crédits immobiliers. Ces derniers représentaient, au 30 septembre 2006, 10 972 millions d'euros, soit une progression de 3,2% par rapport à juin 2006 et 13,7% par rapport à septembre 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 <sup>1)</sup>
	2005/09	2006/06	2006/09	2005/09 - 2006/09		2006/06 - 2006/09		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 027	1 357	1 390	362	35,3	33	2,4	3,7
Autres intermédiaires financiers	10 731	17 053	14 393	3 662	34,1	-2 660	-15,6	38,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	143	216	238	95	66,4	22	10,4	0,6
Sociétés non financières	7 202	7 519	8 233	1 031	14,3	714	9,5	21,9
Ménages & ISBLM	11 846	12 970	13 286	1 440	12,2	316	2,4	35,4
Crédits à la consommation	1 162	1 189	1 157	- 5	-0,4	- 32	-2,7	8,7
Crédits immobiliers	9 652	10 632	10 972	1 320	13,7	340	3,2	82,6
Autres crédits	1 032	1 149	1 157	124	12,0	8	0,7	8,7
<b>Total</b>	<b>30 949</b>	<b>39 115</b>	<b>37 540</b>	<b>6 591</b>	<b>21,3</b>	<b>-1 575</b>	<b>-4,0</b>	<b>100,0</b>

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

La demande 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 est confrontée à une offre limitée; ce déséquilibre alimente une forte pression tout autant sur les prix des immeubles et terrains que sur les loyers. D'autre part, le coût encore relativement faible des emprunts incite de nombreux particuliers à acquérir un logement. Ainsi, les cinq hausses des taux de l'eurosystème entre décembre 2005 et novembre 2006 n'ont pas eu d'effet négatif sur les encours des crédits immobiliers.

Parallèlement, le volume des autorisations de bâtir dans le secteur résidentiel a reculé de 2% au premier semestre 2006; la situation est cependant très mitigée: tandis que les autorisations de bâtir pour les maisons à appartements baissaient de 15% sur un an, celles des maisons individuelles étaient en hausse de 13%; la croissance de ces dernières demeurant toutefois moins forte qu'en 2005. Le besoin de crédit vient habituellement avec un certain retard entre l'autorisation de bâtir et la mise en construction et cela explique également la hausse des demandes de crédits immobiliers des ménages luxembourgeois en 2005 et durant le premier semestre de 2006.

Au cours des neuf premiers mois de l'année 2006, le volume mensuel moyen des nouveaux crédits immobiliers accordés par les établissements de crédit aux résidents de la zone euro s'est élevé à 182 millions d'euros.

Considérant que les crédits immobiliers demeurent fortement concentrés sur la clientèle domestique (environ 94,5% des 182 millions d'euros de crédits accordés à l'ensemble des résidents de la zone euro, Luxembourg inclus) on peut en déduire que le montant des crédits accordés à des ménages résidents s'est établi à un niveau record de 172 millions d'euros en moyenne mensuelle durant les neuf 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.

Les dettes des administrations publiques ont faiblement augmenté pour atteindre 1 390 millions d'euros à fin septembre 2006; sur base annuelle, ces dernières ont emprunté 362 millions d'euros supplémentaires par rapport à septembre 2005 (soit une hausse de 35,5%). Ce montant net est principalement soutenu par des emprunts étatiques, initiés le 15 février 2006 auprès des établissements de crédit luxembourgeois, portant

sur un montant global de 400 millions d'euros et des taux nominaux fixes sur 10 ans compris entre 3,613% et 3,693%.

Les crédits aux résidents des autres pays de la zone euro

Les activités de crédits liées à la clientèle non-bancaire résident dans un autre pays membre de la zone euro se caractérisent en premier lieu par l'importance des opérations réalisées avec des sociétés non financières; leur part relative représentait 45,0% du volume total des crédits aux résidents des autres pays de la zone euro, avec une hausse de l'encours de 2,2% sur base trimestrielle (juin 2006 à septembre 2006) et de 16,2% sur base annuelle (septembre 2005 à septembre 2006).

Pour leur part, les autres intermédiaires financiers ont augmenté le volume de leurs emprunts de 4 740 millions d'euros au cours du troisième trimestre 2006, soit une croissance de 25,8%, portant ainsi leurs encours à 23 140 millions d'euros en fin de période; sur base annuelle, 11 235 millions d'euros de crédits supplémentaires ont été mis en place, soit une hausse de 94,4%. En ce qui concerne les crédits accordés aux ménages des autres pays membres de la zone euro, on constate que ceux-ci ont essentiellement recours à des crédits qui ne sont pas destinés à la consommation ou à l'investissement immobilier (autres crédits). Au 30 septembre 2006, leur encours est toutefois en baisse de 1,5% par rapport à juin 2006, et de 8,9% par rapport à septembre 2005. L'importance de ces crédits, qui représentent 93,3% de l'encours total des crédits accordés aux ménages & ISBLM, s'explique par les investissements de portefeuille des ménages non-résidents, qui nécessitent souvent la mise en place de crédits comptabilisés par les banques sous la rubrique des autres crédits. La baisse moyenne mensuelle observée sur ce segment depuis le début de l'année 2006, au niveau de l'encours, est de 84 millions d'euros. Parallèlement, le volume des nouveaux crédits accordés, est en constante progression; à titre d'illustration, le volume des nouveaux contrats accumulés sur neuf mois en 2006 est équivalent à celui accumulé sur 11 mois en 2005 et 12 mois en 2004. Cette progression, que la hausse des conditions de financement ne semble pas remettre en cause, est directement liée à la bonne tenue des activités de gestions d'actifs de tiers. On constate par ailleurs que les crédits immobiliers accordés à des résidents d'autres pays de la zone euro ont progressé de 3,5% sur une base trimestrielle (juin 2006 à septembre 2006), pour atteindre un encours de 647 millions d'euros au 30 septembre 2006. Cette hausse s'explique surtout par d'anciens résidents désireux d'acquérir un bien immobilier à moindre coût

en s'établissant dans les pays voisins du Luxembourg. Malgré la forte hausse des crédits accordés aux administrations publiques (+46.5% au troisième trimestre 2006) ainsi que le développement très favorable des crédits aux sociétés d'assurances et fonds de pension (+64,1% entre

juin et septembre 2006), ceux-ci ne représentent qu'une part relativement faible de l'ensemble des crédits accordés au secteur non-bancaire des résidents des autres pays de la zone euro (respectivement 6,0% et 2,5%). Leurs encours se développent de manière très volatile.

**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 <sup>1)</sup>
	2005/09	2006/06	2006/09	2005/09 - 2006/09		2006/06 - 2006/09		2006/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	3 855	3 105	4 549	694	18,0	1 444	46,5	6,0
Autres intermédiaires financiers	11 905	18 400	23 140	11 235	94,4	4 740	25,8	30,7
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 214	1 169	1 918	705	58,1	749	64,1	2,5
Sociétés non financières	29 202	33 205	33 932	4 730	16,2	727	2,2	45,0
Ménages & ISBLM <sup>17</sup>	13 030	12 054	11 872	-1 158	-8,9	- 182	-1,5	15,7
Crédits à la consommation	142	156	150	7	5,2	- 6	-3,7	1,3
Crédits immobiliers	556	626	647	91	16,3	22	3,5	5,5
Autres crédits	12 331	11 273	11 075	-1 257	-10,2	- 198	-1,8	93,3
<b>Total</b>	<b>59 205</b>	<b>67 932</b>	<b>75 411</b>	<b>16 205</b>	<b>27,4</b>	<b>7 478</b>	<b>11,0</b>	<b>100,0</b>

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

Les crédits aux résidents du reste du monde

Au 30 septembre 2006, le volume des crédits aux résidents du reste du monde s'est accru de 8,8% sur base trimestrielle et de 18,8% sur base annuelle, portant l'encours total à 53 161 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2006. Les autres intermédiaires financiers sont en premier lieu responsables de cette hausse au cours du troisième trimestre 2006. Par ailleurs, dans le sillage de l'évolution favorable des marchés financiers, les fonds d'investissements (qui font partie des autres intermédiaires financiers) augmentent leurs demandes de crédits; l'encours de ces derniers est passé de 17 363 millions d'euros à 22 271 millions d'euros entre juin et septembre 2006 (+28,3%).

Seule la rubrique des crédits aux sociétés non financières affichait une baisse de 6,7% entre juin et septembre 2006; nous observons cependant une augmentation de

15,7% (2 819 millions d'euros) sur base annuelle. Les crédits aux sociétés non-financières représentent, après la catégorie des autres intermédiaires la catégorie la plus importante avec un poids relatif de 39,2%.

Les administrations publiques hors zone euro ont augmenté leur recours aux crédits financés par les banques luxembourgeoises à raison de 5,8% ou 229 millions d'euros entre les mois de juin et de septembre 2006.

Enfin, les sociétés d'assurances et fonds de pensions, qui ne représentent que 0,6% de l'ensemble des crédits aux résidents du reste du monde, affichent néanmoins une augmentation considérable de leurs encours. Celle-ci a atteint 13,3% au cours du troisième trimestre 2006 et 214,8% sur base annuelle portant ainsi le volume total à 293 millions d'euros. Cette évolution demeure toutefois très volatile.

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

**Tableau 16 Crédits aux résidents du reste du monde (encours en fin de période)**

Crédits au secteur non-bancaire	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif <sup>1)</sup>
	2005/09	2006/06	2006/09	2005/09 - 2006/09		2006/06 - 2006/09		2006/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 850	3 977	4 206	1 356	47,6	229	5,8	7,9
Autres intermédiaires financiers	19 452	17 363	22 271	2 819	14,5	4 907	28,3	41,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	93	258	293	200	214,8	34	13,3	0,6
Sociétés non financières	18 008	22 329	20 826	2 819	15,7	-1 503	-6,7	39,2
Ménages & ISBLM	4 352	4 924	5 564	1 212	27,9	640	13,0	10,5
<b>Total</b>	<b>44 755</b>	<b>48 853</b>	<b>53 161</b>	<b>8 406</b>	<b>18,8</b>	<b>4 308</b>	<b>8,8</b>	<b>100,0</b>

1) Poids relatif par rapport au total des crédits

Source: BCL.

### Les dépôts de la clientèle non-bancaire

Au 30 septembre 2006, l'encours des dettes envers la clientèle non-bancaire s'élevait à 290 070 millions d'euros, soit une hausse de 11 472 millions d'euros (4,1%) par rapport au 30 juin 2006. Les dépôts de la clientèle non-bancaire ont augmenté de 12,9% (33 068 millions d'euros) sur un an, entre septembre 2005 et septembre 2006.

### Les dépôts des résidents

L'encours de dépôts placé auprès des banques luxembourgeoises par la clientèle domestique non-bancaire a atteint 146 452 millions d'euros au 30 septembre 2006, soit 50,5% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire. Ce pourcentage a gagné en importance par rapport aux dépôts provenant de la clientèle non-bancaire des autres pays membres de la zone euro.

**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 <sup>1)</sup>
	2005/09	2006/06	2006/09	2005/09 - 2006/09		2006/06 - 2006/09		2006/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	7 010	7 500	8 122	1 112	15,9	622	8,3	5,5
Secteur financier	90 248	104 730	105 636	15 388	17,1	906	0,9	72,1
Autres intermédiaires financiers	86 232	100 333	101 436	15 204	17,6	1 103	1,1	69,3
Sociétés d'assurances et fonds de pension	4 016	4 396	4 200	184	4,6	- 196	-4,5	2,9
Secteur non financier	26 003	30 682	32 694	6 691	25,7	2 013	6,6	22,3
Sociétés non financières	10 237	14 617	15 838	5 601	54,7	1 220	8,3	10,8
Ménages & ISBLM	15 766	16 064	16 857	1 091	6,9	793	4,9	11,5
<b>Total</b>	<b>123 261</b>	<b>142 911</b>	<b>146 452</b>	<b>23 192</b>	<b>18,8</b>	<b>3 541</b>	<b>2,5</b>	<b>100,0</b>

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 (72,1%) est occupée par les dépôts du secteur financier avec un encours de 105 636 millions d'euros en septembre 2006, soit un accroissement de 906 millions d'euros ou 0,9% sur le troisième trimestre 2006. Sur un an, l'accroissement de cette rubrique a atteint 17,1%. Dans ce contexte, on note que les activités des autres intermédiaires financières (OPC, PSF et sociétés holdings), se développent de manière très favorable grâce à des facteurs aussi variés que l'évolution positive des marchés boursiers et des aménagements de la législation luxembourgeoise, cette dernière favorisant le développement des activités de ce secteur.

Les sociétés d'assurances et fonds de pension ont réduit leurs encours de dépôts de 4,5% (196 millions d'euros) au cours du troisième trimestre 2006, sans doute à la suite d'une réallocation d'actifs dans l'optique de recherche d'une rentabilité plus forte, ce qui est fréquent dans un contexte de croissance des marchés boursiers.

Les paragraphes consacrés aux crédits ont permis de voir que les administrations publiques avaient augmenté leurs encours de crédits qu'à hauteur de 33 millions d'euros au cours du troisième trimestre 2006 et ce contraste avec un accroissement de 622 millions d'euros de l'encours de dépôts sur la même période; celui-ci a atteint 8 122 millions d'euros en fin de période. Néanmoins, il convient de garder à l'esprit que les administrations (administrations centrales et locales ainsi que la sécurité sociale) que l'on trouve à l'actif ne sont pas nécessairement celles que l'on retrouve au passif du bilan des banques.

Au 30 septembre 2006, les résidents luxembourgeois du secteur non-bancaire investissaient leurs dépôts, dont le volume total s'élevait à 146 452 millions d'euros, à raison de 39,0% en dépôts à vue et de 61% en dépôts à terme; cette répartition est assez stable dans le temps puisqu'elle s'établissait à respectivement 42,9% et 57,1% un an plus tôt. La clientèle non-bancaire a ainsi réalloué ses avoirs vers des maturités plus rémunératrices (voir chapitre 1.1.2 Les taux d'intérêt appliqués par les IFM).

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 75 744 millions d'euros au 30 septembre 2006, soit 26,1% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire.

Les dépôts émanant de résidents d'autres pays membres de la zone euro ont augmenté de 3,6% entre juin et septembre 2006, principalement en raison de la hausse des dépôts provenant du secteur non financier qui, avec un volume de 53 678 millions d'euros et un poids relatif de 70,9%, représente la majeure partie de ces dépôts. Ce poste comprend 30 592 millions d'euros de dépôts effectués par les sociétés non financières et 23 086 millions d'euros par les ménages. Contrairement aux ménages résidents luxembourgeois, les ménages des autres pays membres de la zone euro répartissent leurs dépôts à raison de 25,4% en dépôts à vue et 74,6% en dépôts à terme.

La baisse de l'encours des dépôts des ménages, qui a débuté au cours de l'année 2004, s'est amplifiée à partir du mois de juillet 2005. Cette tendance s'explique d'abord par les discussions relatives à l'introduction de la directive européenne sur la fiscalité de l'épargne et ensuite par son entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2005. Ainsi, les dépôts des ménages qui atteignaient encore 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 (-8,5%). Malgré une légère baisse de 1,5% (-355 millions d'euros) au troisième trimestre 2006, nous avons observé une stabilisation des encours durant le mois de septembre 2006. Cependant, en un an, l'investissement net en capital dans les OPC luxembourgeois a fortement augmenté. Cela tend à confirmer l'hypothèse selon laquelle les agents économiques recherchent des investissements qui ne sont pas visés par la directive sur la fiscalité de l'épargne.

Les entités du secteur financier, qui regroupent 28,0% de l'encours, ont augmenté leurs dépôts de 648 millions (3,2%) entre juin et septembre 2006. Sur un an, ce chiffre progresse de 3,9% (803 millions d'euros). Dans ce contexte, il convient de mentionner que, durant le troisième trimestre 2006, les sociétés d'assurances et fonds de pension ont, dans une large mesure, contribué à cette croissance. Avec 6,8% du total des dépôts des autres pays membres de la zone euro, le poids relatif des entités du secteur financier demeure modeste. Toutefois, ce sont les administrations publiques, qui avec un poids relatif de 1,1%, se placent au dernier rang de ces déposants.

**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 <sup>1)</sup>
	2005/09	2006/06	2006/09	2005/09 - 2006/09		2006/06 - 2006/09		2006/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	2 191	943	857	-1 334	-60,9	- 86	-9,1	1,1
Secteur financier	20 406	20 561	21 209	803	3,9	648	3,2	28,0
Autres intermédiaires financiers	15 262	15 778	16 058	796	5,2	280	1,8	21,2
Sociétés d'assurances et fonds de pension	5 144	4 783	5 151	7	0,1	368	7,7	6,8
Secteur non financier	57 737	51 626	53 678	-4 058	-7,0	2 052	4,0	70,9
Sociétés non financières	32 504	28 185	30 592	-1 912	-5,9	2 407	8,5	40,4
Ménages & ISBLM	25 232	23 442	23 086	-2 146	-8,5	- 355	-1,5	30,5
<b>Total</b>	<b>80 333</b>	<b>73 130</b>	<b>75 744</b>	<b>-4 589</b>	<b>-5,7</b>	<b>2 614</b>	<b>3,6</b>	<b>100,0</b>

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 des dépôts placés auprès des banques luxembourgeoises par la clientèle du reste du monde atteignait 67 737 millions d'euros au 30 septembre 2006, soit 23,4% du total des dépôts de la clientèle non-bancaire. Ceux-ci ont progressé de 8,5% au troisième trimestre 2006. Sur base annuelle cette hausse atteint 26,8%, ce qui est supérieur à la croissance des dépôts placés par la clientèle non-bancaire des résidents des autres zones géographiques sous revue (zone euro et Luxembourg).

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 51,2% (34 682 millions d'euros) au 30 septembre 2006. La hausse de

2,9% au cours du dernier trimestre sous revue et de 38,5% sur base annuelle peut être mise en relation avec la croissance à la fois des marchés boursiers et des souscriptions de parts d'OPC.

Notons que les sociétés non financières ont placé auprès des établissements luxembourgeois 31,5% (3 549 millions d'euros) de dépôts supplémentaires par rapport à juin 2006, de sorte que la performance annuelle a été réalisée exclusivement durant le troisième trimestre 2006.

En ce qui concerne les dépôts des résidents du reste du monde, les ménages avaient, au 30 septembre 2006, une part relative de 23,1%, avec un volume de 15 660 millions d'euros. On notera que les dépôts des ménages du reste du monde ont affiché une hausse de 5,0% entre juin et septembre 2006; sur un an la croissance s'est élevée à 16,5% (2 213 millions d'euros).

**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 <sup>1)</sup>
	2005/09	2006/06	2006/09	2005/09 - 2006/09		2006/06 - 2006/09		2006/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Administrations publiques	1 895	2 587	2 580	685	36,1	- 7	-0,3	3,8
Secteur financier	25 034	33 695	34 682	9 648	38,5	988	2,9	51,2
Autres intermédiaires financiers	24 005	32 853	33 799	9 794	40,8	946	2,9	49,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	1 029	841	883	- 146	-14,2	42	5,0	1,3
Secteur non financier	26 479	26 175	30 475	3 996	15,1	4 301	16,4	45,0
Sociétés non financières	13 032	11 266	14 815	1 783	13,7	3 549	31,5	21,9
Ménages & ISBLM	13 447	14 908	15 660	2 213	16,5	752	5,0	23,1
<b>Total</b>	<b>53 408</b>	<b>62 456</b>	<b>67 737</b>	<b>14 329</b>	<b>26,8</b>	<b>5 281</b>	<b>8,5</b>	<b>100,0</b>

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.

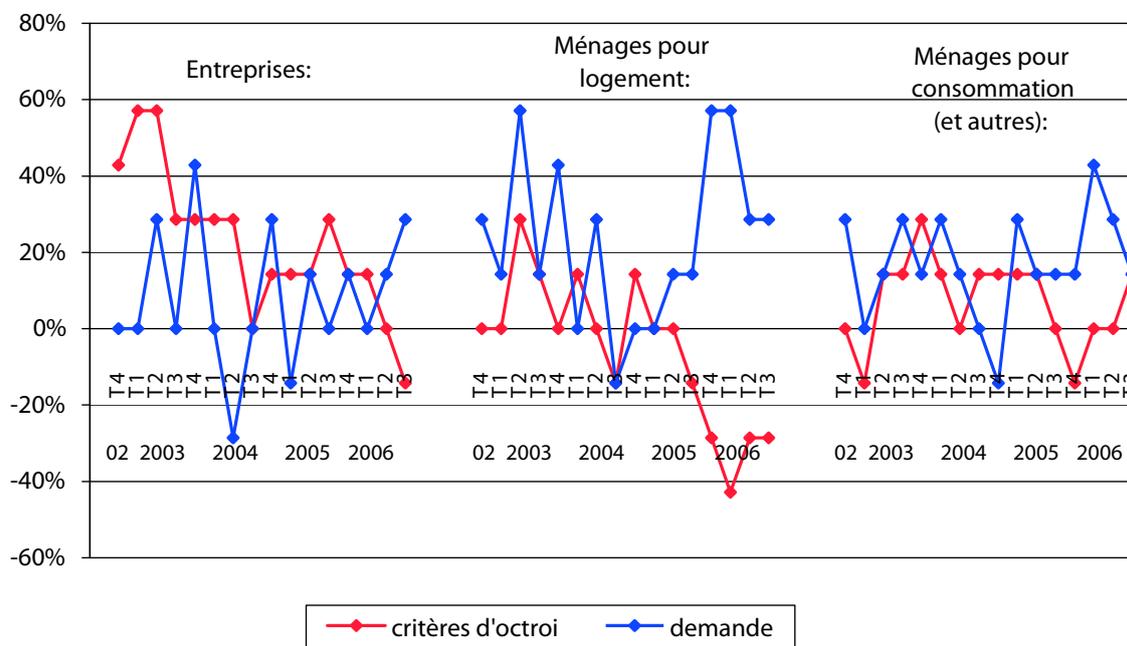
Les résultats les plus récents datent du troisième trimestre 2006. Dans l'ensemble, au troisième trimestre 2006, les résultats de l'échantillon luxembourgeois font apparaître des divergences parfois importantes par rapport aux données obtenues pour la zone euro. Alors qu'au Luxembourg les critères d'attribution aux entreprises se sont assouplis pour la première fois depuis le début de l'enquête<sup>18</sup>, ces critères sont restés plus ou moins inchangés au niveau de la zone euro. S'agissant des critères d'octroi appliqués aux crédits aux ménages, les critères pour les crédits à l'habitat se sont assouplis au Luxembourg alors qu'aucun changement n'a été rapporté pour la zone euro; pour les critères d'attribution relatifs aux crédits à la consommation (et autres), un durcissement net a été rapporté au Luxembourg, alors qu'un faible assouplissement net a été signalé pour la zone euro. Si la demande nette des entreprises et des ménages respectivement est positive au Luxembourg, au sein de la zone euro uniquement la demande nette émanant des entreprises et la demande pour les crédits à la consommation (et autres) sont positives, la demande nette pour les crédits à l'habitat étant négative.

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

18 Cette évolution est pour partie liée à un effet statistique.

Graphique 26

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



Source: BCL

**Entreprises:** Pour la première fois depuis le début de l'enquête, les sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé que les critères d'octroi appliqués à l'attribution des crédits aux entreprises se sont assouplis en net. La concurrence bancaire continue à être citée comme ayant contribué à un assouplissement des critères, alors que les coûts liés aux fonds propres n'ont plus été cités depuis deux trimestres après avoir contribué à des durcissements pendant une période de plus de trois ans; pour la première fois depuis le début de l'enquête, les perceptions de risques liés aux prévisions concernant l'activité économique générale et aux perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises ont également contribué à un assouplissement des critères d'octroi. L'assouplissement net s'est traduit sur la marge sur le montant moyen des prêts, sur les frais autres que les intérêts et sur les demandes de garantie.

La demande nette émanant des entreprises s'est encore accrue au cours du troisième trimestre; les pourcentages sont d'ailleurs plus importants qu'au trimestre précédent (29% contre 14% au deuxième trimestre). Les sept banques de l'échantillon luxembourgeois ont signalé que cette évolution serait liée à une multitude de facteurs, dont surtout un besoin de financement

accru découlant des investissements en capital fixe et de la gestion des stocks et des fonds de roulement.

**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 troisième trimestre. Les perceptions de risques liés aux perspectives concernant le marché du logement, ainsi que la concurrence des autres banques, auraient contribué à ce résultat; en même temps, contrairement aux trimestres précédents, les risques qui découlent des prévisions concernant l'activité économique générale n'ont pas été cités comme ayant contribué à un durcissement. Quant aux conditions d'octroi, l'assouplissement net enregistré au troisième trimestre s'est surtout traduit sur la durée des prêts, mais aussi sur la marge sur le montant moyen des prêts, sur la demande de garanties et sur la quotité d'emprunt.

En parallèle avec l'assouplissement net des critères à l'habitat, la demande nette pour ces crédits a été rapportée comme ayant augmenté. D'après les résultats de l'enquête, plusieurs éléments seraient à l'origine de cette hausse; les facteurs principaux cités par les banques sont un besoin de financement accru lié aux perspectives sur le marché du logement et le moins

de recours à l'épargne des ménages en tant qu'autre mode de financement.

**Ménages (consommation):** Pour ce qui est des critères appliqués aux crédits à la consommation (et autres), un durcissement net a été signalé. 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. Concernant les conditions d'octroi, le durcissement net a été implémenté par un durcissement des demandes de garantie.

Du côté de la demande, une hausse nette a encore été signalée; les pourcentages nets relatifs à la demande sont cependant moins importants qu'aux deux trimestres précédents. La hausse enregistrée au troisième trimestre est attribuable à un besoin de financement accru lié aux dépenses de consommation en biens durables, mais aussi à la confiance accrue des consommateurs.

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

L'ajustement des conditions monétaires de l'Eurosystème, opéré à quatre reprises entre décembre 2005 et septembre 2006, s'est traduit par une remontée progressive des taux débiteurs et créditeurs des banques luxembourgeoises sur cette période.

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 a progressé de 50 points de base, passant de 3,62% en décembre 2005 à 4,12% en septembre 2006. Sur cette même période, les conditions de financement offertes sur l'Euro étaient en hausse de 100 points de base. Malgré ce renchérissement du coût du crédit, le volume des nouveaux contrats continue de progresser pour atteindre une moyenne mensuelle de 152 millions d'euros sur la période de janvier à septembre 2006, contre 137 millions d'euros sur la même période en 2005 (+10,95%); cette hausse est essentiellement liée à la progression des prix immobiliers entre 2005 et 2006 et, dans une moindre mesure, à l'assouplissement par les banques de leurs critères d'octrois de crédits.

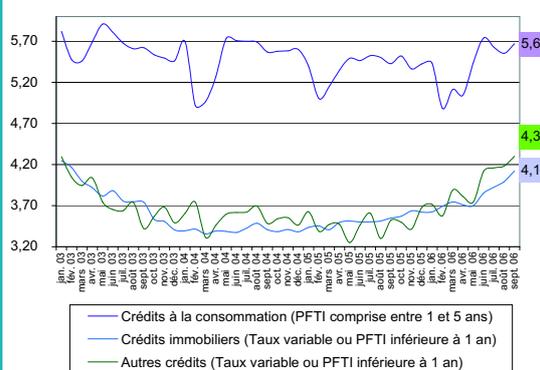
Par ailleurs, entre décembre 2005 (3,68%) et septembre 2006 (4,30%), la hausse du coût des crédits autres qu'immobiliers, avec une PFTI inférieure à un an, était de 62 points de base.

Quant aux crédits à la consommation, dont la PFTI de référence est comprise entre un et cinq ans, leur coût n'a progressé que de 24 points de base passant de 5,42% en décembre 2005 à 5,67% en septembre 2006. Toutefois,

au troisième trimestre 2006, les banques luxembourgeoises ont durci leurs critères d'octroi sur ce segment par le biais d'un renforcement des demandes de garanties.

Graphique 27

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

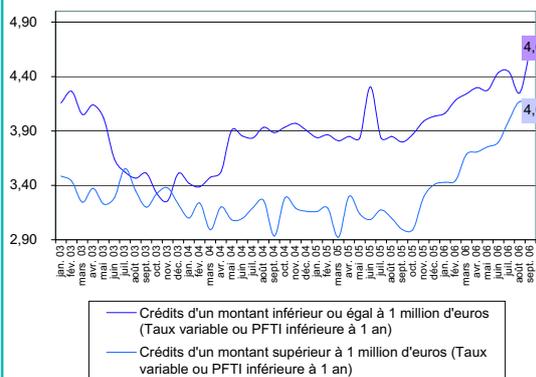


Source: BCL

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 62 points de base durant la période de décembre 2005 (4,04%) à septembre 2006 (4,66%); 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 67 points de base, passant de 3,41% en décembre 2005 à 4,08% en septembre 2006.

Graphique 28

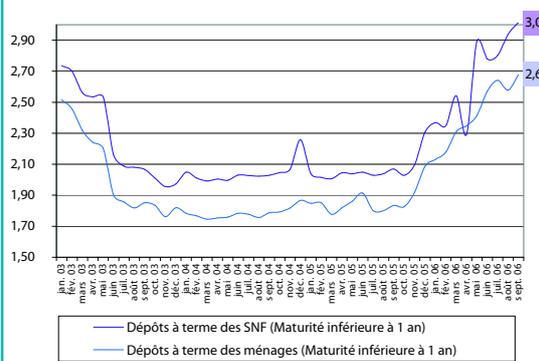
Evolution des taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux crédits accordés aux SNF luxembourgeois et de la zone euro



Source: BCL

Graphique 29

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



Source: BCL

La rémunération par les banques luxembourgeoises des dépôts à terme des ménages luxembourgeois et de la zone euro avec une maturité inférieure ou égale à un an a progressé de 59 points de base entre décembre 2005 (2,09%) et septembre 2006 (2,68%); dans le même temps, celle des dépôts à terme des SNF augmentait de 71 points de base, passant de 2,31% à 3,01%. Cette différence de 12 points de base entre la progression de la rémunération des dépôts des ménages et celle des dépôts des SNF s'explique principalement par un niveau de concurrence traditionnellement plus fort sur ce second segment.

Puisque les maturités des produits inclus dans ce segment peuvent varier de un jour à un an, il importe de noter que des opérations ponctuelles, visant des cibles ciblées (ménages ou SNF), portant sur des montants très importants et émanant d'un nombre limité de banques, peuvent créer des ruptures de tendance dans les séries historiques. Ce phénomène explique par exemple les taux faibles et élevés observés respectivement en avril et mai 2006 pour les dépôts des SNF.

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

La prolongation du climat boursier favorable (évolutions boursières entre fin septembre 2005 et 2006: Paris, CAC40 +14,1%; Londres, FTSE100 +8,8%; Frankfurt, Dax30 +19%; Luxembourg, LUXX +34,5%) a largement influencé les résultats des banques luxembourgeoises. En effet, la persistance du climat favorable sur les marchés financiers et des perspectives économiques plus favorables ont soutenu le regain de confiance des investisseurs, encourageant ainsi les investissements des sociétés non financières et des particuliers sur les marchés des actifs financiers. Ces évolutions ont stimulé l'activité bancaire, non seulement par la hausse du volume d'activités dans le domaine des crédits, mais également en ce qui concerne le volume d'activités boursières, pour lesquelles 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 brut avant provisions et impôts de 5 024 millions d'euros au 30 septembre 2006, ce qui représente une hausse de 47,1% par rapport au 30 septembre 2005, date à laquelle ce chiffre s'élevait à 3 416 millions d'euros.

Le résultat brut, couvrant l'ensemble des revenus bancaires de la place, augmente de 29,8% pour s'établir à 7 953 millions d'euros au 30 septembre 2006.

La marge sur intérêt est quant à elle en progression de 12,8% et atteint 3 309 millions d'euros au 30 septembre 2006 contre 2 933 millions d'euros à la même

date de l'année précédente. L'évolution positive de la marge sur intérêt reflète essentiellement la progression du volume d'affaires.

**Tableau 20** *Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois<sup>1) 2)</sup>*

		2005 / 09	2006 / 09	Variation en pourcent	Variation en termes bruts
1	Intérêts et dividendes perçus	25,274	35,235	39,4	9,961
2	Intérêts bonifiés	22,341	31,926	42,9	9,585
3	Marge sur intérêt (1-2)	2,933	3,309	12,8	376
	Revenus nets:				
4	sur réalisation de titres	313	207	-33,9	-106
5	sur commissions	2,357	2,775	17,7	418
6	sur opérations de change	237	344	45,1	107
7	sur divers	288	1,318	357,6	1,030
8	Revenus nets (4+5+6+7)	3,195	4,644	45,4	1,449
9	Résultat brut (3+8)	6,128	7,953	29,8	1,825
10	Frais de personnel	1,432	1,585	10,7	153
11	Frais d'exploitation	1,052	1,146	8,9	94
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	2,484	2,731	9,9	247
13	Impôts divers, taxes et redevances	27	28	3,7	1
14	Amortissements sur immobilisé non financier	201	170	-15,4	-31
15	Résultats avant provisions (9-12-13-14)	3,416	5,024	47,1	1,608

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 sous l'influence aussi de la hausse des taux d'intérêt. Fin septembre 2006, les intérêts et dividendes perçus s'élevaient à 35 235 millions d'euros (en hausse de 39,4% sur 12 mois), alors que les intérêts bonifiés représentaient un montant de 31 926 millions d'euros (en hausse de 42,9% par rapport au 30 septembre 2005). Il reste à noter, que l'importance relative de la marge sur intérêt diminue pour s'élever à 41,6% au 30 septembre 2006 (par rapport à 47,9% fin septembre 2005) du résultat brut.

Le résultat hors intérêts a surtout été marqué par une hausse du solde net sur commissions et par une hausse 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

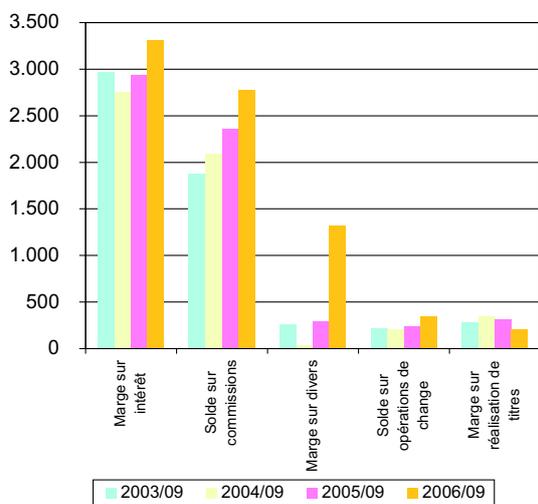
– pour lesquels les banques assurent les fonctions de banque dépositaire, voire pour certaines d'administration centrale – a bénéficié des conditions favorables prévalant sur les marchés financiers et en particulier du regain considérable de l'activité boursière. Ces facteurs expliquent la hausse des commissions, qui se sont accrues à concurrence de 418 millions d'euros (+17,7%) sur 12 mois, passant de 2 357 millions d'euros au 30 septembre 2005 à 2 775 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. La valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC s'est établie à un nouveau niveau record de 1 733 milliards d'euros fin septembre 2006. Il reste à remarquer la hausse importante des revenus nets sur divers (+357,6%) qui s'explique essentiellement par

deux importantes plus-values à caractère non récurrent. Abstraction faite des revenus nets sur divers, le résultat brut est en hausse de 13,6% sur un an.

La croissance des activités se répercute également du côté des dépenses où les frais de fonctionnement (frais de personnel et autres frais d'exploitation) affichent une hausse de 9,9% (+247 millions d'euros) sur les douze derniers mois, s'établissant à 2 731 millions d'euros au 30 septembre 2006 contre 2 484 millions d'euros un an plus tôt. Cette hausse est majoritairement (61,9%) imputable aux frais de personnel, qui ont progressé suite à des augmentations salariales et une progression de l'emploi dans les établissements de crédit de l'ordre de 1 347 (+5,9%) unités entre septembre 2005 et septembre 2006.

Graphique 30

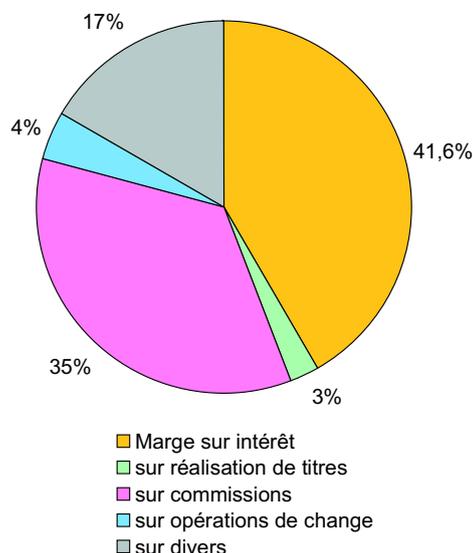
Evolution des principales composantes dans les revenus bancaires au cours du troisième trimestre de 2006 par rapport aux années précédentes



Source: BCL

Graphique 31

Poids des principales composantes dans les revenus bancaires au troisième trimestre 2006



Source: BCL

Finalement, il reste à noter que la hausse du produit bancaire compense largement l'augmentation des postes de dépenses comme le montre la progression du résultat avant provisions qui s'est accru de 47,1% ou 1 608 millions d'euros en comparaison annuelle.

### 1.2.7.3 Les organismes de placement collectif

L'environnement économique favorable aux organismes de placement collectif (OPC) s'est encore affirmé, au niveau national tout autant qu'au niveau international, au début du premier semestre 2006. Toutefois, en mai et en juin 2006, les marchés financiers se sont repliés, occasionnant ainsi l'apparition de moins values. Ce recul a été particulièrement saillant au niveau des indices boursiers. Par ailleurs, depuis plus de trois ans, à l'exception des observations faites pour le mois de juin 2006, période coïncidant avec le recul boursier, les investissements net en capital sont toujours apparus positifs. De plus, au cours du troisième trimestre 2006, les cours des titres de créances libellées en euro et en dollar américain ont progressé, soutenant ainsi les fonds obligataires. Durant cette période, les marchés d'actions ont été soutenus par la baisse des prix des matières premières.

L'évolution positive de l'industrie luxembourgeoise des fonds d'investissement s'accompagne cependant d'un développement lent des fonds de pension internatio-

naux (ASSEP<sup>19</sup> et SEPCAV<sup>20</sup>). Notons qu'au cours des onze premiers mois de l'année 2006 le nombre de ces entités est resté relativement stable.

La diversification entreprise par le Gouvernement luxembourgeois afin de stimuler l'activité sur la place financière a porté ses fruits, notamment à travers le développement très favorable des SICAR<sup>21</sup> issus de la loi du 15 juin 2004. Au 15 novembre 2006, on dénombrait déjà 86 entités de ce type, soit un accroissement de 138,9% par rapport au 31 décembre 2005 où 36 entités étaient comptabilisées.

Dans ce même contexte, on notera que selon les chiffres disponibles au 31 octobre 2006, 10 entités ont été constituées conformément à l'article 21 (1) de la loi du 22 mars 2004, relative aux organismes de titrisation; cela constitue une augmentation de deux unités par

rapport au 30 juin et quatre entités de plus par rapport à décembre 2005.

- L'évolution en nombre

Les neuf premiers mois de l'année 2006 se sont caractérisés par la poursuite de l'évolution très favorable du secteur des OPC luxembourgeois à la fois en nombre et VNI. Ainsi, 40 unités supplémentaires ont été créées au troisième trimestre 2006, ce qui porte le nombre total d'OPC inscrits sur la liste officielle à 2170. Parmi ces OPC, 1 357 ont adopté une structure à compartiments multiples – ils abritent 8 309 compartiments – alors que 813 ont opté pour une structure classique. Selon la dernière actualisation proposée par la CSSF, mais pour laquelle nous ne disposons pas de ventilation, 30 OPC supplémentaires ont été créés entre le 30 septembre et le 15 novembre 2006.

**Tableau 21 Evolution du nombre et de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois<sup>1</sup>**

<i>En fin de période</i>	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006/09
1. Nombre d'OPC	1,384	1,426	1,521	1,630	1,785	1,908	1,941	1,870	1,968	2,060	2,170
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	1,733,030

<sup>1)</sup> 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 4,9% au cours du troisième trimestre 2006, pour s'établir à 1 733 030 millions d'euros à la fin du mois de septembre 2006. Sur les neuf derniers mois, la VNI a progressé de 13,6%, tandis que sur un an, de septembre 2005 à septembre 2006, sa progression a atteint 21,7% (309 479 millions d'euros).

Cette évolution favorable s'explique par la conjonction de plusieurs facteurs comme l'évolution haussière des marchés financiers et en investissement net en capital<sup>22</sup> positif sur base annuelle. Seul le mois de juin 2006 échappe à cette tendance et affiche des remboursements de parts d'OPC plus importants que les achats.

L'investissement net mensuel moyen en capital au cours des neuf premiers mois de 2006 s'est élevé à 20 715 mil-

lions d'euros par mois, ce qui constitue une progression par rapport aux 19 690 millions d'euros enregistré 2005. Les investissements nets en capital, qui, au total, se sont élevés à 236 277 millions d'euros en 2005, ont atteint 186 437 millions d'euros au terme de neuf premiers mois en 2006.

La variation annuelle de la VNI en termes bruts, qui s'explique par la progression des marchés financiers, est passée de 182 709 millions d'euros sur une année pleine en 2005, à 21 385 millions d'euros sur neuf mois en 2006. Cette évolution positive, mais relativement modeste, est liée aux variations négatives des marchés financiers en avril et en juin 2006 qui ont entraîné une moins value de 70 130 millions d'euros, dont 64 356 millions d'euros pour le seul mois de mai. Les indicateurs disponibles confirment cette évolution négative et son influence sur la valeur nette d'inventaire des OPC.

<sup>19</sup> ASSEP: Association d'épargne-pension.

<sup>20</sup> SEPCAV: Société d'épargne-pension à capital variable.

<sup>21</sup> SICAR: Société d'investissement en capital à risque (SICAR).

<sup>22</sup> L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

**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 <sup>1,2)</sup>	Variation des marchés financiers <sup>2,3)</sup>	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	113,731	39,189	152,920	16,0			2004
2005										2005
mars	1,987	7,964	1,194,010	61,320	26,468	161,238	15,6			mars
juin	2,025	8,207	1,289,787	36,772	59,005	242,967	23,2			juin
sep.	2,053	8,332	1,423,551	75,901	57,863	364,626	34,4			sep.
déc.	2,060	8,497	1,525,208	62,284	39,373	418,986	37,9			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
juil.	2,150	9,010	1,679,518	17,499	9,893	341,953	25,6	27,392	1,7	juil.
août	2,158	9,058	1,707,406	7,437	20,451	346,409	25,5	27,888	1,7	août
sep.	2,170	9,122	1,733,030	7,936	17,688	309,479	21,7	25,624	1,5	sep.

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 (2000-2004), par trimestre (2005) ou par mois (2006)

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, a atteint 195 533 millions d'euros au 30 septembre 2006 contre 186 472 millions d'euros à fin juin 2006 et 175 039 millions d'euros à fin septembre 2005. Entre décembre 2005 et septembre 2006, la somme des bilans a augmenté de 8,2% (soit 14 821 millions d'euros) dans le sillage de l'augmentation des taux directeurs de la BCE (quatre fois 25 points de base sur la période). Sur un an, c'est à dire entre septembre 2005 et septembre 2006, la croissance a été plus importante avec une hausse de 20 494 millions d'euros (11,7%).

Au cours des neuf premiers mois de l'année, le nombre de compartiments d'OPC monétaires a été porté à 431,

contre 433 en juin 2006 et 413 un an plus tôt (septembre 2005). Ce léger recul en nombre est dû aux fusions de certains OPC effectuées dans le but de profiter d'effets de synergie et améliorer ainsi leur compétitivité.

L'examen de la structure du portefeuille de titres autres que des actions des OPC monétaires luxembourgeois, envisagé sous un angle sectoriel, met en exergue le fait que les actifs de ces OPC sont majoritairement des titres émis par les établissements de crédits. Ces derniers représentaient 53,3% du total, soit 88 526 millions d'euros, en septembre 2006. La rubrique des autres secteurs figure au second rang (autres intermédiaires financiers, sociétés d'assurances et fonds de pension, sociétés non financières et ménages) avec 38,5%. Les administrations publiques se présentent en dernière place avec un poids relatif de 8,3%.

D'un point de vue de l'origine des émetteurs de cette catégorie de titres, le Luxembourg joue un rôle mineur (2,3% du total, soit 3 857 millions d'euros). Malgré une baisse de 8,2% de l'encours au troisième trimestre, mais qui ne contredit toutefois pas la hausse de 57,3% sur un an, les établissements de crédit luxembourgeois représentent le débouché le plus important pour les investissements des OPC monétaires avec un volume de 2 662 millions d'euros. Au second rang des émissions détenues par les OPC apparaissent les autres intermédiaires financiers avec 902 millions d'euros à la fin de la période sous revue; ce secteur est en forte croissance sur un an (+43,4%). Au niveau de la détention de titres émis par les administrations publiques luxembourgeoises, celle-ci se confine à 51 millions d'euros au 30 septembre 2006, soit seulement 0,03% du total des émetteurs résidents.

Les détentions de titres émis par des résidents d'autres pays de la zone euro se caractérisent par un poids relatif important de 45,0% et par une forte concentration (25,1% sur le total) sur les titres émis par des établissements de crédit. La part des émissions des administrations publiques s'élève à 10 979 millions d'euros, soit 6,6% du total de ce portefeuille. Ce pourcentage relativement élevé par rapport à celui des émetteurs résidents

s'explique par l'existence d'une vaste palette d'émissions publiques très liquides dans la majorité des autres pays membres de la zone euro, reflet de l'endettement public élevé dans ces pays. L'étendue et la liquidité des titres autres que les actions émises par les sociétés d'assurances et fonds de pension sont fort limitées et leur poids relatif n'est que de 0,6% de l'ensemble du portefeuille pour un volume total de 1 007 millions d'euros à fin septembre 2006. Ce secteur se caractérise par un nombre peu élevé d'acteurs, ce qui induit une volatilité des encours (en baisse de 12,8% au troisième trimestre, contrastant avec une hausse de 94,3% sur un an).

La situation observée au niveau des investissements en titre de créance des émetteurs du reste du monde, avec des encours respectifs de 87 568 millions d'euros, soit un poids relatif de 52,7%, est identique à celle observée au niveau des émetteurs des autres pays membres. En grand partie les investissements des OPC monétaires se concentrent avec 44 105 millions d'euros, soit 26,5% sur les émissions des établissements de crédits et sur des autres secteurs avec en encours de 40 729 millions d'euros (24,5% poids relatif). Avec un encours relativement faible de 2 734 millions d'euros, les émissions des administrations publiques hors zone euro ferment la marche et jouent un rôle mineur.

**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
	2005/09	2006/06	2006/09	2005/09 - 2006/09		2006/06 - 2006/09		2006/09
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
<b>Emetteurs résidents</b>	2 542	4 087	3 857	1 314	60,8	- 230	-5,6	2,3
Etablissements de crédit	1 843	2 899	2 662	819	57,3	- 237	-8,2	1,6
Administrations publiques	17	46	51	34	176,4	4	9,5	0,0
Autres secteurs	682	1 142	1 144	461	67,3	2	0,2	0,7
Autres intermédiaires financiers	596	853	902	306	43,3	49	5,7	0,5
Sociétés d'assurances et fonds de pension	0	31	34	34	-	3	9,7	0,0
Sociétés non financières	87	257	208	121	196,4	- 50	-19,3	0,1
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-
<b>Emetteurs des autres pays de la zone euro</b>	39 305	74 961	74 818	35 513	90,7	- 142	-0,2	45,0
Etablissements de crédit	38 741	41 482	41 758	3 017	7,1	277	0,7	25,1
Administrations publiques	15 958	12 047	10 979	-4 979	-24,5	-1 068	-8,9	6,6
Autres secteurs	17 619	21 432	22 081	4 462	21,6	649	3,0	13,3
Autres intermédiaires financiers	11 297	13 459	13 254	1 957	19,1	- 205	-1,5	8,0
Sociétés d'assurances et fonds de pension	594	1 154	1 007	413	94,3	- 147	-12,8	0,6
Sociétés non financières	5 728	6 706	7 796	2 068	17,1	1 090	16,3	4,7
Ménages et ISBLM	0	113	24	24	-	- 89	n.a.	0,0
<b>Emetteurs du reste du monde</b>	74 755	81 215	87 568	12 813	8,6	6 353	7,8	52,7
Etablissements de crédit	36 856	40 565	44 105	7 250	10,1	3 540	8,7	26,5
Administrations publiques	3 234	2 621	2 734	- 500	-19,0	113	4,3	1,6
Autres secteurs	34 665	38 029	40 729	6 064	9,7	2 700	7,1	24,5
<b>Total</b>	<b>116 602</b>	<b>160 263</b>	<b>166 243</b>	<b>49 641</b>	<b>37,4</b>	<b>5 980</b>	<b>3,7</b>	<b>100,0</b>

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

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

Source: BCL

### 1.2.8 Le commerce extérieur

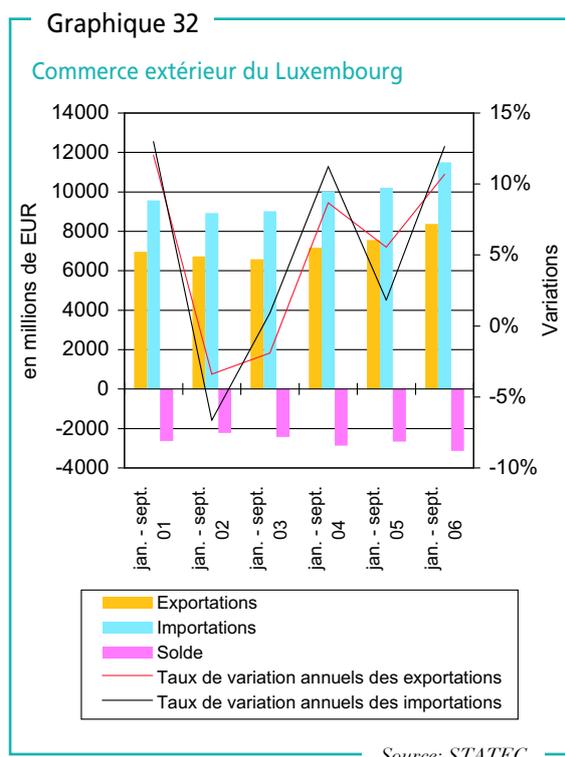
Au cours de trois premiers trimestres de 2006, le commerce extérieur du Luxembourg s'est soldé par un déficit de 3,1 milliards d'euros, soit une hausse de 18,2% par rapport au niveau atteint sur la même période de 2005. Cette aggravation s'explique par la progression relativement élevée (12,6%) des importations qui ont totalisé 11,5 milliards d'euros comparée à une croissance de 10,7% pour les exportations (8,4 milliards sur les trois premiers trimestres de 2006).

La hausse des importations est due en grande partie aux approvisionnements en produits pétroliers (+27,4%) 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 (-13%). Par ailleurs, les importations en provenance de tous les partenaires commerciaux ont progressé. Les fournitures de la zone euro, qui a livré 85,8% de toutes les importations des neuf premiers mois de 2006, ont augmenté de

10,3%. Les hausses les plus significatives ont concerné les importations provenant des pays d'Europe de l'Est (+45%), des Etats-Unis (+83%, pays qui a livré le satellite évoqué ci-dessus) et des pays émergents d'Asie (+63,8%).

Soutenues par la vigueur de la demande internationale, les exportations ont également enregistré une croissance relativement forte (+10,7%) au cours de trois premiers trimestres de 2006. Cette performance s'explique surtout par la reprise des livraisons de produits sidérurgiques (+22,7%), 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 8,2%. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux montre que les ventes aux pays membres de la zone euro, qui ont représenté 73,4% des exportations des neuf premiers mois de 2006, ont augmenté de 9,4%. 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 (+36,8%), ainsi que celles à destination des pays d'Europe de l'Est (+29,1%) et des Etats-Unis (+5,8%).



## 1.2.9 La balance des paiements

### 1.2.9.1 Le compte courant

La balance courante du Luxembourg s'est soldée par un excédent de 1,6 milliard d'euros au premier semestre de 2006 contre 1 milliard au même semestre de 2005. Cette importante hausse (+48,3%) tient exclusivement à l'amélioration de l'excédent des échanges de services. En effet, malgré la stabilité du déficit des marchandises, les soldes négatifs des revenus et des transferts courants se sont nettement alourdis.

La contribution nette de la balance des services s'est améliorée de 33% à 8 milliards d'euros sur l'ensemble du premier semestre 2006. Cette progression notable provient essentiellement de l'excédent dégagé par les

services financiers qui atteint 6,3 milliards (+50%) au premier semestre 2006. L'évolution favorable du secteur des OPC, dont la valeur des actifs financiers constitue une importante base de perception de commissions financières, a largement contribué à l'embellie des services financiers. Parmi les autres services, la croissance de 15,4% enregistrée par l'excédent du transport s'explique surtout par la bonne tenue des activités de fret aérien. En revanche, le recul de 15,5% au niveau du surplus des «voyages» est dû à la chute des ventes de cigarettes.

Concernant les autres balances partielles du compte courant, sur l'ensemble du premier semestre 2006, le déficit des marchandises s'est stabilisé à son niveau du même semestre de 2005 (1,5 milliard d'euros). Cette stagnation masque néanmoins des évolutions divergentes au niveau des différentes composantes. Le traditionnel déficit des «marchandises générales» s'est en effet aggravé de 24% à 2 milliards d'euros suite au renchérissement des produits pétroliers, suite à la hausse en valeur des consommations intermédiaires de la sidérurgie et suite à la hausse des importations de matériel de transport (dont un satellite). Cette progression du déficit des marchandises a néanmoins été fortement compensée par l'excédent des transactions sur or non monétaire et par la hausse des ventes de carburants aux professionnels routiers non-résidents.

Le déficit des revenus s'est élevé globalement à 4,5 milliards d'euros au premier semestre de 2006 contre 3 milliards sur la même période de 2005. Cette importante aggravation (+42,9%) reflète en partie le déficit des rémunérations versées aux travailleurs frontaliers qui a totalisé 2,3 milliards d'euros au premier trimestre de 2006. A cela s'ajoute la détérioration du revenu des investissements dont le solde négatif a plus que doublé pour atteindre 2,09 milliards d'euros sur l'ensemble du premier semestre de 2006. Cette dernière évolution s'explique en grande partie par des versements de dividendes à l'étranger.

Enfin, le déficit des transferts courants s'est alourdi de 44% à 515 millions d'euros sous l'effet de la réallocation des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème.

### 1.2.9.2 Le compte financier

Au cours du premier semestre de 2006, les transactions financières du Luxembourg se sont soldées par une exportation nette de capitaux de 1,4 milliard d'euros contre 3 milliards au même semestre de 2005. Au niveau de différentes composantes du compte financier, les investissements de portefeuille ont enregistré

des entrées nettes de 34,5 milliards d'euros qui ont été plus que compensées par des sorties nettes d'investissements directs et d'autres investissements (prêts et dépôts).

Les flux d'investissements de portefeuille ont été caractérisés par d'importantes souscriptions par des non-résidents aux titres de participation émis au Luxembourg qui ont rapporté 137 milliards d'euros au premier semestre de 2006 contre 89 milliards au même semestre de 2005. Cette évolution reflète pour l'essentiel le développement des fonds d'investissements luxembourgeois. Les entrées de capitaux liées aux émissions de titres de créance (2,6 milliards d'euros) se sont inscrites en forte baisse par rapport aux 18 milliards enregistrées au premier semestre 2005. Cette baisse semble directement corrélée au niveau relativement bas des taux de rendement obligataires dans la zone euro

comparés à ceux des autres pays industrialisés (Etats-Unis et Grande-Bretagne notamment).

Une grande partie d'entrées de fonds ci-dessus (notamment ceux collectés par les OPC) a été investie en titres étrangers pour un total de 105 milliards d'euros, dont 52 milliards pour les actions et 53 milliards pour les titres de créance. En tenant compte de ces sorties, les investissements de portefeuille se sont donc soldés dans l'ensemble par des entrées nettes de 34,5 milliards d'euros. Ces entrées nettes ont globalement été compensées par des sorties nettes de 31 milliards sous forme d'autres investissements et de 5 milliards sous forme d'investissements directs. Une partie des fonds collectés par les OPC luxembourgeois, et qui n'a pas été investie en valeurs mobilières, a en effet été placée sous forme de dépôts à l'étranger. Les sorties nettes d'investissements directs sont quant à eux liés aux prêts intragroupes.

Tableau 24 *Balance des paiements du Luxembourg*<sup>1</sup>

Unité: Million EUR	Janvier - Juin 2005			Janvier - Juin 2006		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
<b>COMPTE COURANT</b>	<b>51,488</b>	<b>50,413</b>	<b>1,075</b>	<b>69,251</b>	<b>67,656</b>	<b>1,595</b>
Marchandises	5,706	7,182	-1,475	6,820	8,281	-1,461
Services	15,108	9,124	5,985	19,691	11,725	7,966
Revenus	28,670	31,747	-3,077	40,604	44,999	-4,395
Transferts courants	2,003	2,361	-358	2,135	2,650	-515
<b>COMPTE DE CAPITAL</b>	<b>1,134</b>	<b>87</b>	<b>1,047</b>	<b>27</b>	<b>123</b>	<b>-96</b>
	Avoirs Engagements		Net	Avoirs Engagements		Net
<b>COMPTE FINANCIER<sup>2</sup></b>			<b>-3,053</b>			<b>-1,432</b>
<b>INVESTISSEMENTS DIRECTS<sup>3</sup></b>	<b>-21,185</b>	<b>21,778</b>	<b>593</b>	<b>-18,975</b>	<b>13,832</b>	<b>-5,143</b>
Opérations en capital et bénéfices réinvestis	-16,053	19,502	3,449	-9,779	12,978	3,198
Autres opérations, Prêts intragroupes	-5,132	2,276	-2,856	-9,196	855	-8,341
<b>INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE</b>	<b>-100,013</b>	<b>107,580</b>	<b>7,567</b>	<b>-105,423</b>	<b>139,882</b>	<b>34,459</b>
Titres de participation	-37,018	89,482	52,464	-51,950	137,218	85,268
Titres de créance	-62,996	18,098	-44,898	-53,473	2,664	-50,809
<b>PRODUITS FINANCIERS DERIVES</b>			<b>1,998</b>			<b>374</b>
<b>AUTRES INVESTISSEMENTS</b>	<b>-89,911</b>	<b>76,683</b>	<b>-13,228</b>	<b>-148,164</b>	<b>117,027</b>	<b>-31,138</b>
<b>AVOIRS DE RESERVE</b>			<b>17</b>			<b>15</b>
<b>Erreurs et omissions</b>			<b>932</b>			<b>-67</b>

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

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

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

Sources: BCL/STATEC

## 1.2.10 La croissance économique

Les comptes nationaux révisés publiés en octobre 2006 laissent entrevoir une reprise moins soutenue que les données précédemment publiées. En effet, la croissance du PIB réel a été revue à la baisse pour les années 2003 à 2005 (respectivement 1,3%, 3,6% et 4,0% dans cette nouvelle version contre 2,0%, 4,2% et 4,6 auparavant).

Par ailleurs, la révision à la baisse de la progression du PIB pour 2005 s'explique essentiellement par le fait que la révision à la hausse de la contribution de la demande intérieure a été plus que compensée par la correction à la baisse de celle des exportations nettes.

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

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

\* La publication de chiffres relatifs à la comptabilité nationale par le STATEC au mois de juillet 2006 ne couvrait pas l'emploi salarié en 2005

Source: STATEC

La première estimation relative à la croissance annuelle du PIB en volume au deuxième trimestre 2006 (5,4%) confirme que l'économie luxembourgeoise a progressé à un rythme soutenu au premier semestre 2006 (6,0%). 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. A noter qu'une certaine prudence s'impose quant à l'interprétation de ces données en raison du caractère incomplet de la couverture statistique du premier semestre de 2006 et qui fera donc nécessairement l'objet de révisions lors des publications à venir des comptes nationaux.

**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					
	2005T1	2005T2	2005T3	2005T4	2006T1	2006T2
Consommation privée	2,6	4,7	2,8	3,4	5,3	3,1
Consommation publique	3,4	5,2	5,9	4,7	2,9	2,2
Formation brute de capital	-7,2	-2,7	-7,0	49,0	3,4	-14,9
Demande intérieure	0,2	2,5	0,8	15,7	4,4	-2,4
Importations	3,3	5,1	10,2	18,2	17,4	14,5
Exportations	3,9	5,2	11,3	11,7	16,7	17,3
Exportations nettes	7,9	5,6	19,6	-36,8	11,7	41,8
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>5,4</b>

Sources: STATEC, calculs BCL

### 1.2.11 Les projections macro-économiques

Les dernières projections macro-économiques de la BCL datent de juin 2006<sup>23</sup> et ont été élaborées dans un contexte économique propice. Grâce aux excellents résultats du secteur bancaire et bénéficiant d'une économie mondiale robuste, l'économie luxembourgeoise était lancée sur un rythme de croissance soutenu au début de l'année 2006. Pour l'année entière, une hausse du PIB réel comprise dans la fourchette allant de 4,4% à 5,0% s'annonçait. Le scénario était d'autant plus favorable que l'expansion économique s'était répercutée sur les créations d'emplois et ceci dans presque tous les secteurs de l'économie.

Depuis cet exercice, les statistiques publiées en matière d'activité économique au Luxembourg ont largement confirmé les anticipations tout en présentant en moyenne un scénario marginalement plus positif. Début octobre 2006, la croissance du PIB réel en 2005 a été confirmée à 4,0%, avec toutefois une modification de sa composition en faveur d'une demande domestique plus dynamique. Par ailleurs, les comptes nationaux trimestriels chiffrent la hausse au deuxième trimestre 2006 à 5,4% sur base annuelle, en retrait par rapport au premier trimestre, mais nettement supérieure à la moyenne depuis 1995. L'acquis de croissance pour l'année 2006, sur base des données ajustées pour les variations saisonnières, peut ainsi être estimé aux environs de 4,2%.

En ce qui concerne le profil conjoncturel, la croissance du PIB a vraisemblablement atteint son sommet au premier trimestre 2006. La progression du PIB nominal telle que fournie par la première estimation statistique aurait été de 17,9%, soit la plus importante jamais recensée dans les comptes nationaux trimestriels, et donc dépassant les taux des années 1999-2000. Depuis lors, la vigueur de la croissance, fortement dépendante du secteur financier, s'est modérée. Au troisième trimestre 2006, selon le compte de pertes et profits agrégé du secteur bancaire, les revenus sur commissions seraient en hausse de 10% en glissement annuel, un résultat robuste mais qui reste néanmoins en retrait par rapport aux 28% observés au premier trimestre.

Le scénario sous-jacent de l'exercice de projection précédent était basé sur l'hypothèse que le cycle conjoncturel classique, entamé par une reprise des exportations en 2004 et qui s'est poursuivi par une reprise de l'investissement des entreprises en 2005, se complèterait sur l'horizon de projections par une transmission de la dynamique de croissance à la consommation privée en 2006. Sur base des comptes nationaux actuellement disponibles, cette phase de transition vers une croissance plus équilibrée s'est déjà concrétisée en 2005. La dynamique de la consommation privée a notamment été ajustée à la hausse et la croissance en 2005 se chiffrerait désormais à 3,4%. Ce taux de croissance est plus élevé qu'on aurait pu l'anticiper sur base des indicateurs

23 Voir BCL, Rapport Annuel 2005, pp. 72-76.

conjuncturels disponibles et du fait que l'amélioration du marché de l'emploi, qui est à la base de la hausse du revenu salarial et par ricochet du revenu disponible des ménages, ne s'est installée qu'en début 2006.

En général, le scénario international, tel qu'il prévalait en juin 2006 dans les projections macro-économiques des institutions internationales, s'est considérablement amélioré. En 2006, les dynamiques du commerce mondial et du PIB mondial ont été plus fortes qu'anticipées entraînant des révisions à la hausse de la croissance pour les années 2006 et 2007. En dépit de déplacement à la hausse du profil général de croissance, les institutions internationales s'accordent sur un léger

essoufflement de la conjoncture en 2007 tout en estimant qu'un ralentissement plus conséquent pourra être évité. Un affaissement de la conjoncture aux Etats-Unis suite au refroidissement du marché immobilier serait à l'origine de cette baisse de régime. Il est aussi admis que l'évolution du prix du pétrole ne fait obstacle à cette dynamique favorable. Bien qu'il demeure à des niveaux élevés, le prix du Brent a connu une chute de plus de 15\$/bl par rapport aux sommets observés vers la mi-août. Il s'est établi désormais à un niveau proche de 60\$/bl, et, pour l'année 2007, les hypothèses basées sur les marchés à terme du pétrole ont été abaissées en moyenne de presque 10\$/bl.

**Tableau 27 Projections des institutions internationales et hypothèses techniques (taux de variation annuel) <sup>24</sup>**

	2005	2006	2007	2008
Commerce mondial (CE)	7,1	9,5 (+1,0)	7,6 (+0,5)	7,3
PIB mondial (CE)	4,9 (+0,3)	5,1 (+0,5)	4,6 (+0,3)	4,7
PIB zone euro (CE)	1,4 (0,1)	2,6 (+0,5)	2,1 (+0,3)	2,2
PIB zone euro (Eurosystème)	1,5 (+0,1)	2,5 - 2,9	1,7 - 2,7	1,8 - 2,8
Demande internationale adressée au Luxembourg	6,4 (+1,1)	9,0 (+2,0)	5,8 (+1,0)	5,8 (+0,3)
Prix du pétrole en \$/bl <sup>25</sup>	54,4	65,5 (-4,8)	64,6 (-9,3)	67,2 (-4,7)
Taux de change \$/€ <sup>26</sup>	1,24	1,25 (-0,1)	1,28 (+0,1)	1,28 (+0,1)
Taux d'intérêt à 3 mois	2,2	3,1	3,8 (-0,1)	4,0 (-0,1)
Taux d'intérêt à 10 ans	3,4	3,9 (-0,1)	4,2	4,2 (-0,1)

Sources: Banque centrale européenne, Commission européenne

La période récente a été caractérisée par une stabilité relative au niveau des marchés monétaire, obligataire et des changes. L'Eurosystème a procédé à une normalisation des conditions monétaires en relevant ses taux directeurs à trois reprises, à savoir en juin, en août et en octobre 2006 confirmant ainsi les anticipations du marché monétaire intégrées dans les projections de l'Eurosystème de juin 2006. Par rapport aux années antérieures, le niveau actuel des taux d'intérêt demeure relativement bas et ne constitue donc pas, à l'heure actuelle, un frein

à la croissance économique. Le taux de change euro/dollar s'est récemment établi à 1,28\$/€, soit pratiquement au même niveau que lors de l'exercice précédent.

En ce qui concerne la zone euro, celle-ci tire également avantage du dynamisme de l'économie mondiale. Le scénario du raffermissement de l'embellie conjoncturelle entamée au deuxième semestre 2005 s'est poursuivie en 2006 et la variation trimestrielle du PIB réel a été estimée à 0,5% au troisième trimestre. Cette progression s'affiche certes en retrait par rapport à la croissance

<sup>24</sup> Entre parenthèses, révisions par rapport aux projections de juin 2006, en points de pourcentage.

<sup>25</sup> Révisions en \$/bl.

<sup>26</sup> Révisions en \$/€.

de 1,0% du deuxième trimestre mais elle reste toutefois proche de la croissance tendancielle qui devrait aussi s'observer pour le quatrième trimestre. Selon l'exercice de projections de l'Eurosystème de ce décembre<sup>27</sup>, la croissance anticipée pour le PIB réel devrait se situer dans une fourchette de croissance entre 2,5% et 2,9% en 2006, soit la plus élevée depuis 2000. Cette projection a donc été relevée à nouveau, après des révisions haussières lors des exercices précédents, laissant présager qu'une croissance durable s'est désormais installée. La croissance économique devrait ensuite décélérer pour se situer entre respectivement 1,7% et 2,7% en 2007, tandis qu'une hausse proche du rythme de croisière est prévue pour 2008. Le repli en 2007 par rapport à 2006 s'explique essentiellement par un choc spécifique et transitoire en Allemagne et il n'enlève rien à la solidité de la croissance dans l'ensemble de la zone euro. En effet, le profil de croissance du PIB de l'Allemagne est temporairement affecté par le relèvement de 3 pp du taux de TVA principal au 1er janvier 2007. L'avancement des dépenses de consommation des ménages expliquerait une croissance plus vigoureuse en 2006, mais également le repli en 2007 et plus particulièrement au premier trimestre.

La demande internationale adressée au Luxembourg est un indicateur calculé en fonction des importations des partenaires commerciaux. Elle constitue un facteur clé pour une économie tournée vers l'extérieur et, selon le scénario international, sa croissance s'est amplifiée en 2006, passant de 6,4% en 2005 à 9,0% en 2006, pour ensuite baisser à 5,8% en 2007 et 2008. A l'instar du commerce mondial, ces hypothèses ont été revues à la hausse, en particulier pour l'année 2006.

S'agissant du profil de la croissance économique au

Luxembourg, sur base, d'une part, des estimations pour 2005, de l'évolution conjoncturelle récente et finalement du scénario macroéconomique mondiale et de la zone euro, la croissance économique s'accélérait en 2006 par rapport à 2005. Il paraît donc justifié de revoir à la hausse les projections de croissance pour l'année 2006, qui s'établissent désormais dans une fourchette allant de 5,0% à 5,6%. Le ralentissement de la demande internationale, prévu pour l'année prochaine, laisserait présager une baisse de la croissance économique en 2007. Malgré ce fléchissement, le Luxembourg connaîtrait pour la troisième année consécutive une croissance économique appréciable puisque à nouveau supérieure à 4%.

Un élément-clé dans ce scénario de croissance durable est la poursuite de la transmission de l'expansion économique au marché de l'emploi générant des revenus du travail à travers la création d'emplois et par la hausse des salaires. Compte tenu que l'emploi devrait progresser à des taux supérieurs à 3% et les salaires réels resteraient orientés à la hausse, le revenu disponible des ménages apportera un soutien dynamique à la consommation privée. Celle-ci devrait progresser confortablement, voire s'accélérer sur l'horizon de projections, à des taux supérieurs à 3%.

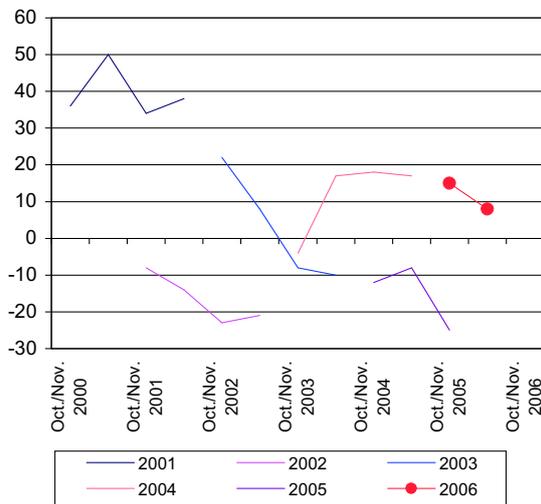
Du côté des investissements, par rapport aux enquêtes précédentes, les résultats des enquêtes semestrielles d'investissement de mars/avril 2006 dans l'industrie indiquent que les entreprises ont légèrement revu à la baisse leurs dépenses d'investissements pour l'année en cours. Par contre, par rapport à 2005, ces enquêtes indiquent que les dépenses devraient progresser à un taux proche de 10%, mais quelque peu inférieur à celui observé en 2004 (voir graphique).

---

27 Voir Banque Centrale Européenne, *Bulletin mensuel de décembre 2006*.

Graphique 33

Enquêtes semestrielles d'investissement dans l'industrie (dépenses à prix courants, en taux de variation annuel)<sup>28</sup>



Source: Commission Européenne

Même si les composantes domestique et externe de la croissance ont tendance à s'équilibrer, la dynamique conjoncturelle au Luxembourg reste largement tributaire des développements du commerce international puisque les exportations demeurent la composante la plus dynamique du PIB. Sur base des développements observés au premier semestre 2006 et compte tenu du scénario international, elles connaîtraient une croissance vigoureuse pour l'ensemble de 2006, en s'établissant à 15%. La croissance des exportations ralentirait ensuite sur l'horizon de projection pour s'établir à des taux plus en phase avec la demande internationale.

En ce qui concerne l'évolution des coûts salariaux, les projections par rapport à l'exercice précédent demeurent pratiquement inchangées. En effet, afin de freiner la détérioration de la compétitivité-coût de l'économie

luxembourgeoise, le gouvernement avait décidé de remplacer temporairement le mécanisme d'indexation automatique des salaires par un mécanisme « cliquet »<sup>29</sup>. De ce fait, la contribution de l'indexation automatique des salaires à l'évolution des salaires nominaux a été pratiquement fixée jusqu'en 2009. De plus, le gel prévu des salaires dans la fonction publique pour les années 2007 et 2008 semble se confirmer et le salaire minimum sera rehaussé de 1,9% à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2007, proche de nos hypothèses de juin 2006. Bien que peu d'informations soient diffusées, les négociations salariales sectorielles semblent se caractériser par un comportement relativement prudent des partenaires sociaux. Cette modération s'explique sans doute par la montée du chômage, mais également par une reprise encore quelque peu timide dans la plupart des secteurs. Par contre, le secteur bancaire a connu un essor rapide et persistant de ses affaires depuis 2004. Ces développements se sont répercutés en de fortes créations d'emplois. L'émergence de tensions lors des négociations entre partenaires sociaux ont, à ce stade, empêché la conclusion d'un accord salarial.

En écho au renforcement de la croissance économique, les projections d'emploi et de chômage sont plus optimistes que celles présentées en juin 2006. La progression annuelle de l'emploi total repose en effet désormais sur une base sectorielle plus large compte tenu de la reprise observée des créations d'emplois dans l'industrie qui s'ajoute au dynamisme de l'emploi observé dans le secteur financier et des services plus généralement. La progression de l'emploi devrait ensuite ralentir dans le sillage du sentier de croissance projeté du PIB.

Cependant, en dépit de ces perspectives d'évolutions de l'emploi, le taux de chômage au sens « strict » demeure en augmentation tendancielle. Il pourrait encore augmenter sur l'horizon de projection: D'une part, une partie des personnes touchées par la vague de licenciements annoncés lors de la fermeture de plusieurs usines ou sites de production au premier trimestre 2006 ne devrait être comptabilisée dans les statistiques du chômage qu'à la fin de l'année 2006 et d'autre part, les nouveaux emplois créés pourraient continuer à être majoritairement occupés par des tra-

<sup>28</sup> Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. Sur base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, on calcule les taux de variation annuels des dépenses d'investissement à prix courants pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année prochaine (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence: les projets recensés en A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi-définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.

<sup>29</sup> Voir BCL, Rapport Annuel 2005, pp. 30-33,76.

vailleurs non-résidents. Dès lors, le taux de chômage strict au Luxembourg pourrait avoisiner quelque 4,8% en 2008.

Pour ce qui est de l'inflation, sa dynamique à court terme a été favorisée par la décade du prix du pétrole, entraînant de ce fait un abaissement des projections pour l'IPCH énergie en 2006 et 2007 (voir aussi les projections d'inflation sous 1.2.1.1). La contribution de l'inflation des produits pétroliers à l'inflation globale serait pratiquement neutre en 2007, mais elle s'accélérait en 2008 du fait de la remontée anticipée des prix du Brent. Les projections pour l'inflation à l'exclusion de l'énergie n'ont guère été adaptées, essentiellement sous l'effet d'un scénario salarial inchangé. En outre, les mesures gouvernementales portant sur les prix administrés et la taxation indirecte n'ont pas recélé de surprises au cours des derniers mois. Sur cette base, l'IPCN s'accélérait à 2,7% en 2006 mais ralentirait

ensuite à 2,0%. Pour l'IPCH, la baisse interviendrait déjà en 2006, le taux de variation annuel passant de 3,8% en 2005 à 3,0% en 2006 et ensuite autour de 2,3%. Le profil plat de l'inflation en 2007 et 2008 repose sur les facteurs suivants. La baisse du chômage qui se fait attendre et les mesures retenues lors des négociations de la Tripartite devraient empêcher un dérapage des salaires. De plus, une surchauffe des capacités de production ne figure dans le scénario base, ni dans la zone euro, ni au Luxembourg. Dès lors, l'inflation importée devrait rester contenue.

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

**Tableau 28 Projections macro-économiques générales et révisions par rapport à juin 2006 (en % de variation annuel, resp. en point de pourcentage)**

	Décembre 2006				Révisions		
	2005	2006	2007	2008	2006	2007	2008
PIB réel	4,0	5,0-5,6	3,7-4,7	3,8-4,8	0,6	0,3	-
IPCH	3,8	3,0	2,2	2,3	0,1	-0,3	0,2
IPCH énergie	14,9	8,0	0,7	1,7	-1,5	-2,3	2,7
IPCH excluant l'énergie	2,4	2,3	2,4	2,4	0,2	-	-0,1
IPCN	2,5	2,7	2,0	2,0	-0,1	-0,1	0,2
Echelle mobile des salaires	2,5	2,1	2,3	2,1	-	-	-
Coût salarial moyen	3,7	3,8	3,6	3,7	0,1	0,1	-
Emploi salarié	3,1	3,8	3,2	3,4	0,8	0,2	0,5
Taux de chômage	4,3	4,5	4,7	4,8	-0,1	-0,1	-0,2

Source: BCL

## 1.2.12 Les finances publiques

Le Gouvernement a présenté le projet de budget concernant l'année 2007 à la Chambre des Députés le 11 octobre 2006. Le tableau suivant offre un aperçu des chiffres clefs de ce projet où, conformément à la comptabilité luxembourgeoise traditionnelle, les fonds spéciaux et divers établissements publics sont abordés sous l'angle des dotations qu'ils perçoivent de l'Etat et non eu égard au niveau effectif de leurs dépenses.

**Tableau 29 Aperçu du projet de budget 2007 de l'Etat central (au sens strict) (millions d'euros, sauf mention contraire)**

	Compte provisoire 2005	Budget définitif 2006	Projet de budget 2007	Croissance nominale 2007/2006	Croissance nominale 2007/2005
<b>Recettes</b>	<b>6 629,3</b>	<b>7 328,0</b>	<b>7 841,7</b>	<b>+7,0%</b>	<b>+18,3%</b>
Recettes courantes	6 526,4	7 223,7	7 761,0	+7,4%	+18,9%
Recettes en capital	102,9	104,3	80,7	-22,7%	-21,6%
<b>Dépenses</b>	<b>7 323,6</b>	<b>7 629,3</b>	<b>8 011,6</b>	<b>+5,0%</b>	<b>+9,4%</b>
Dépenses courantes	6 430,7	6 854,4	7 221,7	+5,4%	+12,3%
Dépenses en capital	893,0	774,9	789,9	+1,9%	-11,5%
<b>Solde</b>	<b>-694,3</b>	<b>-301,3</b>	<b>-169,9</b>	--	--
Dont solde courant	+95,8	+369,3	539,3	--	--
Dont solde en capital	-790,1	-670,6	-709,2	--	--

Sources: *Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2007, Ministère des Finances*

Comme l'illustre le tableau, les dépenses de l'Etat central au sens strict ne progresseraient que de 5% en 2007. Les recettes augmenteraient davantage, de sorte que le déficit de l'Etat central au sens strict diminuerait de façon prononcée, passant de 301 millions d'euros en 2006 à 170 millions en 2007. Ces chiffres doivent néanmoins être interprétés avec prudence, notamment parce qu'ils comprennent les dotations aux fonds extra-budgétaires en lieu et place des programmes de dépense de ces mêmes fonds. De surcroît, le budget définitif 2006 constitue une base de comparaison assez inappropriée, car les réalisations budgétaires affichent habituellement une nette divergence par rapport aux budgets définitifs.

Le tableau 30 pallie ces deux inconvénients en incorporant explicitement les programmes de dépense des

fonds et en évaluant l'évolution des chiffres clefs à l'aune du compte provisoire 2005, soit sur une période de deux ans. Comme l'indique le tableau, les dépenses programmées des fonds spéciaux et assimilés seraient nettement plus élevées que les dotations de l'Etat central au sens strict en faveur de ces mêmes entités. Ce constat prévaut tant en niveau absolu que sous l'angle de la croissance des dépenses. Alors que les dépenses de l'Etat central au sens strict ne progresseraient que de 9,4% sur la période de deux ans 2005-2007 selon le projet de budget, les dépenses totales de l'Etat central consolidé s'accroîtraient quant à elles de 12,5% sur la même période de deux ans – soit d'environ 6% par an en moyenne – sous l'effet d'une croissance très soutenue des dépenses programmées des fonds et de certains établissements publics.

**Tableau 30** *Version consolidée des opérations budgétaires de l'Etat central (millions d'euros, sauf mention contraire)*

	2005	2007	Croissance 2007/2005
<b>DEPENSES</b>			
1. Dépenses de l'Etat au sens strict	7 323,6	8 011,6	+9,4%
2. Transferts de l'Etat au sens strict aux fonds (-)	-1 323,3	-1 515,0	+14,5%
3. Dépenses effectives ou programmées des fonds	2 329,5	2 871,0	+23,2%
<b>4. Dépenses de l'Etat central consolidé (= 1.+2.+3.)</b>	<b>8 329,9</b>	<b>9 367,6</b>	<b>+12,5%</b>
<b>RECETTES</b>			
5. Recettes de l'Etat au sens strict	6 629,3	7 841,7	+18,3%
6. Recettes propres des fonds	343,5	359,6	+4,7%
<b>7. Recettes de l'Etat central consolidé (=5.+6.)</b>	<b>6 972,8</b>	<b>8 201,3</b>	<b>+17,6%</b>
<b>SOLDES</b>			
<b>SOLDE DE L'ETAT CONSOLIDE</b>	<b>-1357,0</b>	<b>-1 166,2</b>	<b>--</b>
<i>Pour mémoire: solde de l'Etat au sens strict</i>	<b>-694,3</b>	<b>-169,9</b>	<b>--</b>

*Note: les résultats repris au tableau partent de l'hypothèse que les dépenses programmées des fonds et des établissements publics seront intégralement exécutées en 2007. En outre, les dépenses en capital des fonds intégrés au tableau ont été ajustées afin de prendre en compte l'incidence sur les investissements effectués par le truchement du Fonds de garantie de la décision d'Eurostat de février 2004 relative aux partenariats public-privé.*

*Sources: Projet de loi concernant le budget des recettes et des dépenses de l'Etat pour l'exercice 2007, Ministère des Finances, calculs BCL*

Par ailleurs, le déficit de l'Etat central consolidé s'établirait à respectivement 4,6 et 3,4% du PIB en 2005 et en 2007. L'estimation relative à 2007 diffère du solde SEC 95 de l'administration centrale calculé au projet de budget, qui se monterait quant à lui à 2,9%. Une telle divergence, somme toute limitée, pourrait s'expliquer par le montant des investissements effectués dans le cadre de contrats assimilables à des partenariats public-privé («PPP») en vertu d'une décision de février 2004 d'Eurostat. Le tableau 30 repose sur une estimation propre de ce montant, car le projet de budget ne renferme pas d'informations suffisamment détaillées pour permettre d'évaluer avec précision l'évolution année après année de ces investissements. L'écart entre les soldes précités de 3,4 et 2,9%, relatifs à 2007, pourrait également résulter de l'adoption par la BCL de l'hypothèse d'une exécution intégrale des dépenses programmées des fonds spéciaux.

La différence entre le déficit SEC 95 officiel de l'administration centrale – soit 2,3% du PIB en 2005 – et le déficit de l'Etat central consolidé – à savoir 4,6% du PIB pour la même année – est nettement plus importante en 2005 qu'en 2007. Cette apparente divergence, de l'ordre de 2% du PIB, s'explique par deux corrections effectuées par le STATEC dans le cadre de l'établisse-

ment des comptes SEC 95. Ces deux ajustements visent à corriger les recettes de caisse afin de les aligner sur le principe de la «réalité économique». Pour rappel, ce principe revient à enregistrer les recettes en fonction de la survenance des transactions économiques sous-jacentes, qui donnent lieu au paiement de l'impôt. Le premier ajustement se rapporte à une société ayant procédé au cours des premiers mois de 2006 à un paiement exceptionnel au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités. Ce paiement de l'ordre de 0,4% du PIB a été imputé à l'année 2005 en vertu du principe de réalité économique, contribuant de la sorte à réduire le déficit SEC 95 de l'administration centrale en 2005.

Une seconde transaction, qui a porté sur un montant encore plus élevé, concerne les recettes de TVA. Les recettes de TVA enregistrées en base de caisse ont accusé un recul très prononcé en 2005, sous l'effet de divers remboursements. Comme certains de ces remboursements sont imputables aux années antérieures à 2005, les recettes SEC 95 de TVA, estimées selon le principe de la réalité économique, ont fait l'objet d'un ajustement à la hausse de l'ordre de 1,5% du PIB de 2005. Cet ajustement semble important à l'aune des recettes brutes de caisse escomptées au projet de budget 2007. Afin de pallier ce biais apparent, la BCL a

corrigé à la baisse ses propres estimations des recettes SEC 95 de TVA relatives à 2006, à raison d'environ 0,4% du PIB.

Le tableau 30, qui consiste pour l'essentiel en un réajustement de données figurant au projet de budget, ne constitue que le point de départ des projections de la BCL, qui se livre en outre à une estimation propre de divers postes de dépenses et de recettes. Sur le volet des dépenses, les transferts à destination de la sécurité sociale passeraient de 2 472 millions d'euros en 2005 à 2 707 millions en 2007 selon le projet de budget. Elles progresseraient par conséquent de 9,5% en deux ans, ce qui semble réduit à l'aune de la progression de la masse salariale escomptée dans le projet de budget lui-même, soit 15,9% en deux ans. Les «surprimes» versées par l'Etat à l'assurance maladie-maternité et les transferts de ce dernier au régime général de pension dépendent en effet directement de l'évolution des revenus cotisables, de sorte que les transferts à la sécurité sociale devraient à politique inchangée évoluer à un rythme proche de celui de la masse salariale. En raison de l'adoption de diverses mesures en 2006 et 2007, le transfert à la sécurité sociale s'accroîtra en définitive moins rapidement que la masse salariale, la progression étant tout de même de l'ordre de 11% sur la période de deux ans 2005-2007. Le surcroît de dépenses par rapport à l'estimation figurant au projet de budget s'établirait dès lors à 0,5% des dépenses totales de l'Etat central consolidé.

L'affectation du produit de l'échange d'actions Arcelor/Mittal contribuerait également à accroître la hausse des dépenses en 2007. Le projet de budget ne renferme que des informations parcellaires sur cette affectation. Le projet mentionne en effet une dotation additionnelle au Fonds pour l'emploi (35 millions d'euros en 2006), des dépenses additionnelles en faveur du secteur des technologies de l'information et de la communication (6 millions en 2006, 17 en 2007 et 7 en 2008) et surtout un rehaussement du capital de la SNCI, à concurrence de quelque 201 millions d'euros. Ce dernier étant assimilé à un simple réajustement d'actifs de l'Etat, il ne devrait pas affecter le niveau des dépenses en 2007. Il en sera tout autrement des achats de terrains annoncés par le gouvernement, qui ne figurent pas au projet de budget 2007. Par hypothèse, ces achats donneront lieu à un accroissement des dépenses par rapport aux montants budgétés au projet de budget 2007 à raison de 120 millions d'euros, ce qui représente quelque 1,5% des dépenses totales de l'Etat central consolidé. Le surcroît de dépenses serait évidemment moindre si une partie du produit Arcelor/Mittal était mis en réserve,

par exemple du fait de la faible disponibilité de terrains à bâtir.

Par ailleurs, les transferts à destination des communes transitant par le Fonds Communal de Dotation Financière (FCDF) semblent également quelque peu sous-estimés dans le projet de budget. Ils devraient nettement progresser à la faveur notamment d'encaissements de TVA nettement accrus en 2006 après les substantiels remboursements de TVA observés en 2005 et grâce à la rétrocession aux communes d'une partie de la hausse de la taxe sur les véhicules automoteurs en 2007. La rémunération des agents de l'Etat et les dépenses du Fonds pour l'emploi sont également estimées par la BCL à un niveau plus élevé qu'au projet de budget.

Au total, il paraît réaliste d'escompter une croissance des dépenses de l'administration centrale de près de 16% en deux ans, soit de 8% en moyenne par an. Pour rappel le tableau 30 – où les estimations du projet de budget sont reprises telles quelles (à l'exception des «PPPs»), laissait quant à lui augurer une progression limitée à 12,5% sur la même période de deux ans.

Si la BCL escompte une progression des dépenses significativement plus rapide que dans le projet de budget, il n'en résulte nullement un déficit de l'Etat central plus élevé que l'estimation figurant au projet de budget. Ce paradoxe apparent s'explique par des recettes plus élevées dans les projections de la BCL qu'au projet de budget, qui est empreint de la plus grande prudence à cet égard. Cette prudence prévaut en particulier en ce qui concerne trois types de recettes. Il s'agit d'une part de l'impôt retenu sur les revenus de capitaux, qui s'applique pour l'essentiel à des dividendes. Il est d'ailleurs frappant de constater que le produit de cet impôt au cours des six premiers mois de 2006, qui s'est élevé à 265 millions d'euros, a excédé le montant estimé au projet de budget pour l'ensemble de l'année 2007, soit 220 millions d'euros. En second lieu, la taxe d'abonnement ne progresserait que de 11% sur l'horizon de deux ans 2005-2007 selon les auteurs du projet de budget, ce qui semble assez réduit compte tenu notamment du dynamisme des marchés financiers en 2006. Enfin, l'estimation du produit de l'impôt sur les traitements et salaires qui figure au projet de budget semble également empreinte d'une certaine prudence, bien que dans une moindre mesure que les deux prélèvements précités. Le produit de cet impôt devrait fortement progresser au cours de l'horizon de projection, à la faveur d'une forte croissance de la masse salariale et d'une élasticité de l'impôt à la base afférente nettement supérieure à l'unité. Cette dernière caractéristique contribue d'ailleurs

à exacerber l'incidence sur le produit de l'impôt de la non indexation des barèmes fiscaux, comme l'indique une analyse reprise au présent Bulletin.

De la confrontation des dépenses aux recettes de l'administration centrale découlent les soldes figurant au tableau suivant, qui sont estimés sur la base des pro-

jections macro-économiques décrites par ailleurs dans le présent Bulletin. Le déficit de l'administration centrale a atteint 2,5% du PIB en 2004, soit un montant nettement supérieur à son niveau d'étiage observé au cours des quinze dernières années, comme l'indique le graphique 34.

**Tableau 31 La situation des finances publiques luxembourgeoises: projections d'automne de la BCL (novembre 2006; pourcentages du PIB)**

	2003	2004	2005	2006 <sup>e</sup>	2007 <sup>p</sup>	2008 <sup>p</sup>
<b>Ensemble des administrations publiques</b>						
Recettes totales	42,8	42,2	42,4	42,0	42,2	42,1
Dépenses totales	42,5	43,3	43,4	43,3	43,1	42,7
<b>Déficit (-) ou surplus (+)</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,6</b>
<b>Solde apuré de la conjoncture</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,7</b>
<b>Soldes effectifs des sous-secteurs</b>						
Etat central	-1,5	-2,5	-2,3	-2,7	-2,6	-2,2
Communes	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Sécurité sociale	1,8	1,6	1,5	1,6	1,8	1,8

*e: estimations*

*p: projections*

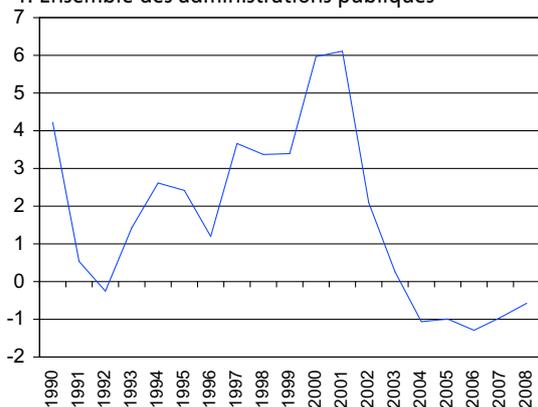
Sources: *Projet de budget 2007, budget définitif 2006, IGF, IGSS, UCM, STATEC, calculs BCL*

Les pouvoirs locaux accuseraient quant à eux un déficit tout au long de l'horizon de projection. Le transfert en provenance du FCDF progresserait nettement en 2006, sous l'effet notamment du rebond de l'encaissement des recettes de TVA dans le sillage des importants remboursements effectués en 2005. Cependant, cet effet de rebond serait compensé par une hausse soutenue des dépenses d'investissement en 2006 et en 2007. L'évolution du produit de l'impôt commercial communal, qui représentait 30% des recettes totales des communes en 2005, constitue une incertitude majeure. Les projections reposent sur le postulat d'un accroissement relativement soutenu du produit de cet impôt, qui excéderait 5% par an en termes nominaux sur l'horizon 2006-2008.

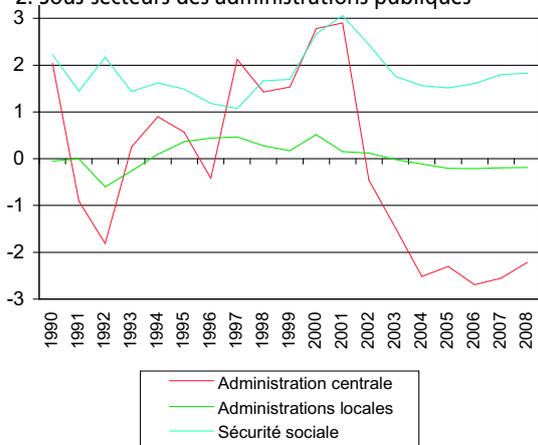
Graphique 34

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

1. Ensemble des administrations publiques



2. Sous-secteurs des administrations publiques



Sources: STATEC, calculs BCL

Enfin, les projections laissent augurer un léger accroissement des excédents de la sécurité sociale en 2007, à la faveur de l'accroissement de la contribution dépendance, qui passerait de 1 à 1,4% des revenus contributifs dès janvier. La stabilité de cet excédent ne doit cependant pas inciter à l'inaction. D'une part, le surplus de la sécurité sociale serait en retrait par rapport aux excédents enregistrés de 2000 à 2002, en dépit de l'accroissement des cotisations. A moyen terme, ce surplus est appelé à s'étioler, car les importants flux d'entrée de travailleurs frontaliers et étrangers enregistrés depuis la fin des années quatre-vingt donneront nécessairement lieu à des prestations accrues dans le futur. Par ailleurs, les dépenses de l'assurance maladie-maternité connaissent une croissance tendancielle très soutenue. Elles ont en effet progressé de quelque 8,3% en moyenne de 1990 à 2005 en termes nominaux. Si le budget 2007 de l'assurance maladie-maternité déposé en novembre 2006 a été établi avec un excédent des opérations courantes de 16 millions d'euros, cette situation repose sur le postulat d'une nette décélération de la croissance nominale des dépenses, qui atteindrait 5% seulement en 2007<sup>30</sup> contre une moyenne de 8,3% sur la période 1990-2005. Il est douteux qu'une telle amélioration se manifeste de façon durable en l'absence de réformes structurelles dans le secteur des soins de santé. La fragilité financière du secteur est d'ailleurs mise en exergue par l'important découvert cumulé des prestations en nature, qui atteindrait selon le budget 45 millions d'euros en 2007.

Au total, le solde de l'ensemble des administrations publiques estimé par la BCL pour 2007 serait pratiquement égal au solde correspondant figurant au projet de budget, en dépit de la correction opérée par la BCL en ce qui concerne les recettes de TVA, des diverses réestimations à la hausse des dépenses et de la prise en compte de l'affectation des recettes Arcelor/Mittal. Comme indiqué ci-dessus, cet état de fait s'explique en premier lieu par la prudence qui a présidé à l'estimation des recettes dans le projet de budget, cette estimation ayant été revue à la hausse par la BCL à la

30 Du moins avant prélèvements aux provisions. Ce concept se rapproche davantage de la «réalité économique» propre au système comptable SEC 95, car ces prélèvements se rapportent à des prestations antérieures à l'exercice budgétaire de référence et doivent de ce fait être neutralisés. Selon cette acception, les dépenses totales de l'assurance maladie-maternité se seraient élevées à 1722 millions d'euros en 2006 (compte prévisionnel 2006). Le montant correspondant relatif à 2007 atteindrait quant à lui 1808 millions d'euros selon le budget de l'assurance maladie-maternité. La hausse nominale atteint donc bien 5%.

lumière de l'évolution escomptée de l'activité économique et du dynamisme des marchés financiers. Le déficit des administrations publiques fléchirait quelque peu en 2008, car les achats de terrains effectués en 2007 au moyen du produit de l'échange d'actions Arcelor/Mittal constituent des opérations non récurrentes, qui ne viendront par conséquent pas grever le compte 2008 des administrations publiques. De surcroît, les administrations publiques devraient continuer à bénéficier d'une conjoncture favorable en 2008. Le solde apuré de la conjoncture s'améliorerait d'ailleurs dans une bien moindre mesure que le solde effectif en 2008. Par ailleurs, l'évolution des soldes apurés sur la période 2006 à 2008 ne serait guère compatible avec une règle du Pacte de Stabilité révisé, en vertu de laquelle les soldes structurels doivent connaître une amélioration de l'ordre de 0,5% par an tant que l'objectif budgétaire à moyen terme n'est pas atteint. La même règle prévoit d'ailleurs un effort d'ajustement plus important encore lorsque l'économie est favorablement orientée, ce qui serait le cas de 2006 à 2008.

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