

Encadré 1.1

LES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL AU LUXEMBOURG SONT-ILS SURÉVALUÉS ?

A l'instar de la majorité des pays de l'OCDE, les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg ont fortement progressé depuis le milieu des années 1990¹. La crise économique et financière qui a succédé à l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis a entraîné un ajustement substantiel des prix à la baisse, notamment dans des pays comme les Etats-Unis, l'Espagne, l'Irlande ou encore le Royaume-Uni. Le Luxembourg semble avoir été relativement épargné par ce phénomène, puisqu'il n'a pas été sujet, jusqu'à présent, à un dégonflement massif des prix immobiliers. En effet, après la brève période d'accalmie enregistrée en 2008 et en 2009, les prix de l'immobilier résidentiel sont repartis à la hausse.

Eu égard à l'augmentation des prix immobiliers au Luxembourg, de nombreux observateurs ont abordé la question de l'existence d'une bulle immobilière. Cependant, une hausse durable des prix n'est pas une condition suffisante à l'identification d'une bulle. L'interprétation à donner quant à l'évolution des prix de l'immobilier s'articule en effet autour de la problématique suivante : la hausse des prix résulte-t-elle d'un déséquilibre entre une demande de logements soutenue et une offre limitée, auquel cas cette hausse apparaît justifiée par les conditions du marché, ou résulte-t-elle d'un comportement spéculatif alimenté par des anticipations continues de hausse des prix déconnectées des fondamentaux économiques, auquel cas la situation peut alors être qualifiée de bulle immobilière.

L'objectif de cet encadré est d'apporter une contribution à ce débat. Un état des lieux sur l'ensemble des données disponibles est réalisé dans un premier temps afin de mettre en exergue l'hétérogénéité des sources statistiques permettant d'analyser l'évolution des prix immobiliers au Luxembourg, ainsi que les lacunes existantes dans ce domaine. La deuxième partie s'interroge par la suite sur la présence d'une bulle immobilière au Luxembourg, en essayant d'apporter un éclairage sur cette question à travers l'utilisation, d'une part, d'indicateurs économiques traditionnels et d'autre part, d'un modèle à correction d'erreur mettant en relation l'évolution des prix immobiliers avec certains de ses déterminants fondamentaux.

ETAT DES LIEUX DES DONNÉES EXISTANTES

Les différents indicateurs disponibles pour analyser l'évolution des prix immobiliers au Luxembourg sont présentés dans le Tableau 1 avec leurs principales caractéristiques.

Tableau 1
Principales caractéristiques des indicateurs de prix immobiliers au Luxembourg

	Prix	Résidences	Fréquence	Période couverte	Délai de publication
BCL/STATEC	enregistrés	maisons et appartements	annuelle	1974 - 2009	1 à 2 ans
Observatoire de l'Habitat	affichés	maisons et appartements	trimestrielle	2005 T1 - 2011 T3	2 à 3 mois
Observatoire de l'Habitat	enregistrés ; par m ²	appartements neufs/anciens	trimestrielle	2007 T1 - 2011 T3	2 à 3 mois
STATEC	enregistrés ; par m ² ; [hédoniques]	appartements neufs/anciens	trimestrielle	2007 T1 - 2011 T2	2 à 3 mois

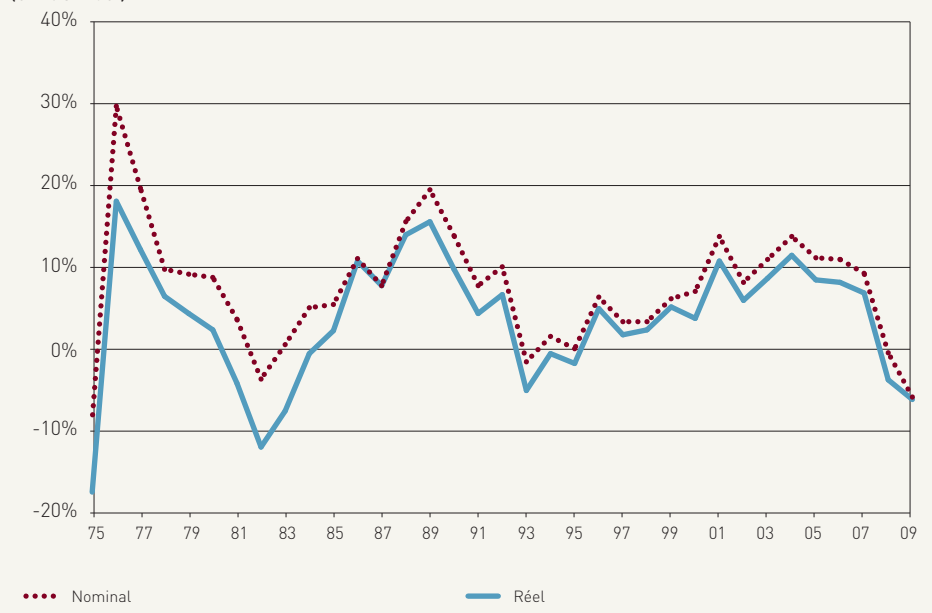
Les quatre indicateurs de prix immobiliers mentionnés ci-dessus ont des caractéristiques plutôt hétérogènes. Pourtant, une seule série longue existe. Il s'agit d'un indicateur annuel, calculé par la BCL² sur la base d'une statistique de ventes de biens immobiliers compilée par le STATEC à partir d'un fichier administratif fourni par le service d'évaluation immobilière de l'Administration des contributions directes. Les données sous-jacentes proviennent toutefois des actes notariés déposés auprès de l'Administration de l'enregistrement et des domaines (AED). L'indicateur couvre à la fois les maisons et les

1 Voir e.g. Girouard N., M. Kennedy, P. van den Noord et C. André [2006] « *Recent house price developments: The role of fundamentals* », OCDE, Document de travail n°475, BCL (2007), « *Evolution des prix de l'immobilier au Luxembourg* », Bulletin BCL 2007/1, pp.37-40, et André (2010) « *A bird's eye view of OECD housing markets* », OCDE, Document de travail n°746, Janvier 2010.

2 Pour plus de détails, voir le Bulletin BCL 2000/2, pp. 56-71.

appartements (ainsi que les maisons à appartements), mais ne prend pas en compte les terrains à bâtir. Par ailleurs, aucune distinction n'est faite entre nouvelles et anciennes constructions. Si la période couverte est relativement longue, elle s'arrête en 2009 en raison d'un délai de publication de un à deux ans.

Graphique 1
Évolution des prix immobiliers au Luxembourg d'après l'indice BCL/Stateg
(en % annuel)



Sources : Stateg, calculs BCL

milieu des années 1970. Sur une période plus récente, les prix semblent avoir entamé un cycle de hausse à partir du milieu des années 1990, avant de se replier en 2008 et en 2009, à l'instar des développements qui ont eu lieu dans la plupart des pays de l'OCDE⁴. Pour connaître l'évolution des prix immobiliers après 2009, il est nécessaire de recourir aux trois autres indicateurs mentionnés dans le Tableau 1, ces derniers ayant d'ailleurs en partie été élaborés pour combler la lacune de données imputable au délai de publication de la série annuelle.

L'Observatoire de l'Habitat a tout d'abord développé une série d'indicateurs basés sur les prix affichés, c'est-à-dire sur les prix proposés dans les annonces immobilières. En l'absence de données à jour sur les prix immobiliers enregistrés, ces indicateurs ont pendant maintes années fait un apport important aux statistiques luxembourgeoises et demeurent pertinents, dans la mesure où les maisons ne sont pas couvertes par les nouvelles statistiques élaborées à partir des prix de transaction officiels⁵. Si aucune distinction n'est faite entre anciennes et nouvelles constructions, les données de l'Observatoire sont ventilées selon la région d'aménagement. Les indices, publiés avec un délai de deux à trois mois environ, sont calculés d'après une méthode de stratification basée sur le nombre de chambres et pondérés en fonction de leur représentativité sur le marché. Ces indicateurs à structure fixe sont disponibles en termes nominaux et réels pour la période allant du premier trimestre 2005 au troisième trimestre 2011.

3 Voir Stieß I., V. van der Land et E. Schietinger (2011) « *Wohnungspolitik ökologisch und sozial gestalten - Rahmenbedingungen, Instrumente und Ansätze zur Förderung eines nachhaltigen Wohnungsbaus und einer nachhaltigen Bestandssanierung in Luxemburg* », Institut für sozial-ökologische Forschung (ISOE), Mai 2011.

4 Voir e.g. André (2010), op. cit.

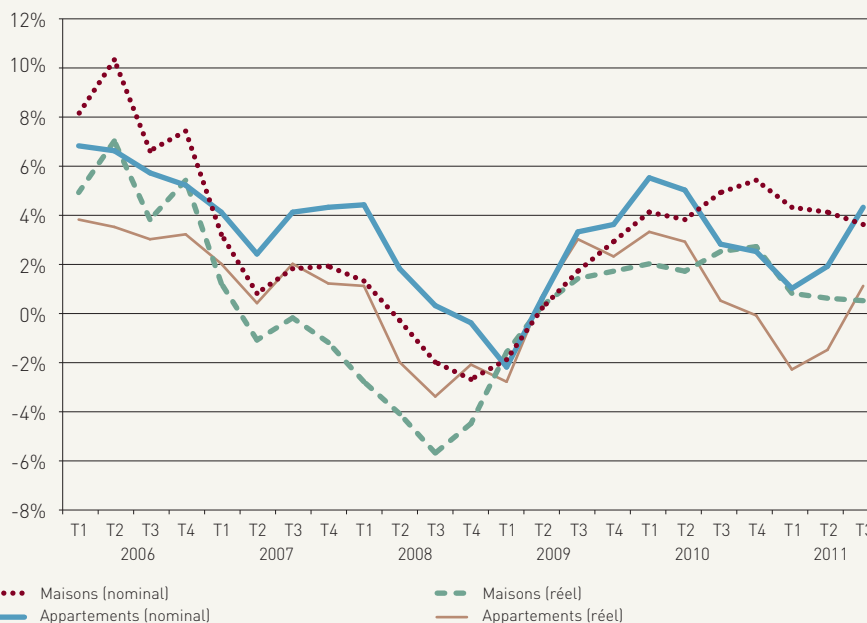
5 Selon l'Observatoire de l'Habitat, il semble d'ailleurs que l'indicateur des prix affichés des appartements puisse être utilisé comme indicateur avancé pour les prix enregistrés des appartements, avec un décalage de six à neuf mois. Voir Observatoire de l'Habitat (2010) « *Analyse de l'évolution des prix de vente des appartements entre janvier 2007 et juin 2010* », Note n° 15, Octobre 2010.

Le Graphique 1 indique que les prix immobiliers se sont accrus durant la majeure partie de la période couverte par l'indicateur. Entre 1975 et 2009, les prix ont respectivement augmenté de 1 156 % et 267 % en termes nominaux et réels. Cependant, la surface et la qualité des logements ne sont pas prises en compte par cet indicateur. Dans la mesure où les informations disponibles vont dans le sens d'une augmentation de la surface habitable³ et de la qualité des logements au cours des dernières décennies, cet indicateur n'apporte qu'un éclairage partiel.

Dans l'ensemble, cette série longue suggère l'existence de trois cycles majeurs depuis le

Malgré les différences méthodologiques entre cet indicateur et l'indice annuel BCL/Statec, le Graphique 2 confirme le repli des prix immobiliers sur plusieurs trimestres, notamment en 2008. Des divergences peuvent toutefois être constatées au cours de la période couverte par ces deux indicateurs. Par exemple, alors que la série annuelle indique une hausse des prix immobiliers de presque 10% en termes nominaux en 2007, les taux de croissance annuels calculés à partir des indicateurs construits par l'Observatoire de l'Habitat apparaissent quant à eux nettement moins élevés, tant pour les maisons que pour les appartements. La série annuelle laisse d'ailleurs supposer une baisse des prix nominaux d'environ 6% en 2009, alors que les prix affichés semblent avoir entamé un rebond au cours de cette période. Cependant, les observations de l'indicateur annuel en 2008 et 2009 risquent d'être sujettes à des révisions importantes lors de la prochaine publication des données sous-jacentes.

Graphique 2
Évolution des prix immobiliers affichés au Luxembourg d'après l'indice de l'Observatoire de l'Habitat (en % annuel)



Sources : Observatoire de l'Habitat, calculs BCL

Quant à l'évolution des prix après 2009, les indicateurs construits par l'Observatoire de l'Habitat indiquent que les prix affichés des maisons (appartements) se sont, en termes de moyennes trimestrielles des progressions annuelles, accrus de 4,4% (3,4%) en valeur nominale et de 1,6% (0,6%) en termes réels. Dans l'ensemble, depuis le début de la crise économique et financière vers la mi-2007, les prix affichés des maisons ont baissé de 0,6% en termes réels, alors que les prix réels affichés des appartements ont augmenté de 2,5%. Ces évolutions respectives font toutefois suite à une période prolongée au cours de laquelle les prix se sont considérablement accrus.

Qu'en est-il des prix enregistrés ? Des statistiques trimestrielles basées sur les prix de transaction officiels tels que renseignés dans les actes notariaux sont disponibles depuis peu. Les données sous-jacentes proviennent d'un fichier administratif de l'AED et sont complétées par des informations du cadastre vertical. L'Observatoire de l'Habitat et le STATEC élaborent ensuite des statistiques de prix enregistrés. Cependant, seuls les appartements sont couverts en raison du caractère parcellaire des informations disponibles, les transactions concernant les maisons unifamiliales étant par exemple difficiles à exploiter en l'absence d'indications sur leur surface⁶.

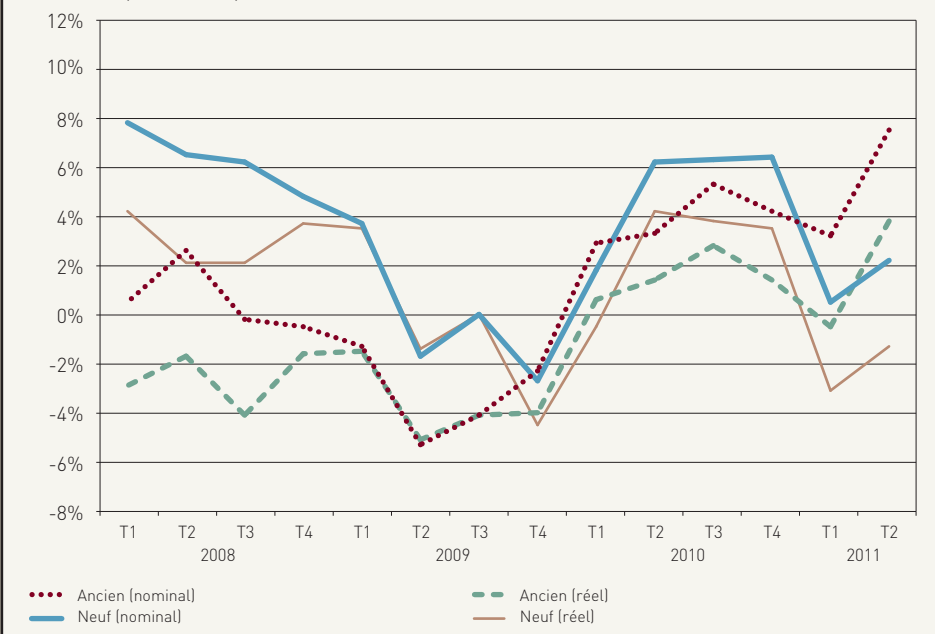
Alors que les données sous-jacentes exploitées par l'Observatoire de l'Habitat et le STATEC sont identiques, il existe des différences entre les statistiques respectives élaborées par les deux instituts, le STATEC calculant notamment des indices de prix immobiliers à qualité constante [appelés « hédoniques »]⁷. Ces deux indicateurs, qui font la distinction entre constructions

6 Voir C. Lamboray « Un indice des prix hédoniques des appartements », STATEC, Cahier d'étude n° 44, Septembre 2010.

7 Pour de plus amples détails sur les différences méthodologiques, le lecteur est invité à se référer aux notes méthodologiques de l'Observatoire de l'Habitat ainsi qu'au cahier d'étude n° 44 du STATEC.

existantes et nouvelles constructions, sont calculés trimestriellement et sont publiés avec un délai de deux à trois mois. Une ventilation par région d'aménagement est également disponible. L'avantage majeur de ces statistiques, disponibles à partir du premier trimestre 2007, repose sur la prise en compte de la surface des appartements.

Graphique 3
Évolution des prix enregistrés des appartements au Luxembourg d'après l'indice hédonique du STATEC (en % annuel)



Sources : STATEC, calculs BCL

Pour des raisons de parcimonie, le Graphique 3 retrace uniquement la progression annuelle des prix enregistrés des appartements de l'indice hédonique.

Cet indicateur permet tout d'abord de faire ressortir des différences entre les développements des prix des anciennes et des nouvelles constructions. Entre fin 2007 et fin 2009, les prix réels des anciennes constructions se sont ainsi repliés de plus de 5%, alors que les prix réels des nouvelles constructions n'ont pratiquement pas diminué. Les prix des anciennes et des nouvelles constructions se sont toutefois inscrits en hausse en 2010, tant en termes nominaux qu'en termes réels.

Au premier trimestre de l'année en cours, le graphique fait toutefois ressortir une baisse des prix réels, notamment pour les nouvelles constructions. Un rebond des séries est observable au deuxième trimestre, même si les prix réels des nouvelles constructions ont continué à se replier par rapport au trimestre correspondant de 2010. Les taux de croissance annuels relatifs au troisième trimestre publiés par l'Observatoire de l'Habitat vont dans le sens d'une modération de la dynamique des prix enregistrés des appartements.

Force est de constater que l'évolution des prix réels des appartements est relativement atone depuis le début de la crise, bien qu'une reprise soit discernable depuis 2010. En effet, depuis l'émergence des tensions financières, les prix hédoniques réels des nouvelles constructions n'ont augmenté que de 4,0%, alors que les prix réels des constructions existantes ont fléchi de 1,4%. Sans vouloir devancer les résultats de la deuxième partie de l'encadré, ces développements vont dans le sens d'une normalisation des prix immobiliers au Luxembourg⁸.

L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES CONDITIONS DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE SUR LE MARCHÉ IMMOBILIER LUXEMBOURGEOIS

Comme dans d'autres pays de l'OCDE, la phase ascendante du dernier cycle immobilier au Luxembourg s'est distinguée par son ampleur et sa durée, mais également par sa déconnexion du cycle économique à la suite de l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000. La synchronisation de la hausse des prix immobiliers au niveau international a d'ailleurs été largement mise en avant par la littérature économique⁹.

8 Il convient de souligner que les développements présentés ci-dessus se rapportent au Luxembourg dans son ensemble, alors que des divergences considérables peuvent exister d'une région d'aménagement à l'autre.

9 Voir BCL (2006) « L'évolution récente des prix immobiliers au Luxembourg est-elle exceptionnelle », Bulletin de la BCL 2006/1, pp.85-100, et André (2010), op. cit.

Outre l'hypothèse de rattrapage avancée par certains commentateurs, l'évolution des prix des logements au Luxembourg a parfois été interprétée comme un phénomène de bulle immobilière. Pourtant, les hausses prolongées et soutenues du prix de l'immobilier ne sont pas nécessairement synonymes de surévaluation dans la mesure où elles reflètent les conditions fondamentales du marché. Conformément à la littérature existante¹⁰, cette question est ici abordée en deux temps à travers, d'une part, l'utilisation d'indicateurs traditionnels de déséquilibre des prix de l'immobilier, et d'autre part, l'estimation d'une relation d'équilibre de long terme dans le cadre d'un modèle économétrique simplifié, qui met en relation l'évolution des prix immobiliers avec certains de ses déterminants fondamentaux. Cette analyse est complétée au préalable par une brève présentation des déterminants de l'évolution des prix immobiliers au Luxembourg depuis le milieu des années 1990.

Entre 1995 et 2010, les prix de l'immobilier résidentiel au Luxembourg ont augmenté de près de 190 % en valeur nominale, soit une hausse annuelle moyenne de 7 %¹¹. Au cours de la même période, le PIB réel, utilisé ici comme une approximation de l'évolution du revenu disponible des ménages, s'est accru de près de 82 %, soit environ 4 % en moyenne en rythme annuel¹². Dans le même temps, le faible niveau des taux d'intérêt réels de court terme et l'allongement de la durée des prêts hypothécaires ont renforcé la capacité d'emprunt et donc d'achat d'un bien immobilier par un ménage pour un revenu donné¹³. L'augmentation de l'emploi, la croissance de la population et l'évolution de la composition des ménages, ainsi que les changements de législation introduits en 2002¹⁴, ont également contribué au dynamisme de la demande sur le marché immobilier luxembourgeois. Cette demande soutenue s'est par ailleurs heurtée à une offre de logement limitée qui a fait augmenter le prix de l'immobilier résidentiel. Au cours de la période considérée, l'évolution des coûts de construction a quant à elle connu une hausse sensiblement similaire à celle de l'indice des prix à la consommation et de sa composante loyers, soit environ 2,3 % en moyenne en rythme annuel.

Tableau 2

Taux de croissance du prix de l'immobilier résidentiel et de ses déterminants fondamentaux sur la période 1995-2010 (en %)

	Sur l'ensemble de la période	En rythme annuel
Prix des logements	189,9	7,0
PIB réel	76,2	3,8
Prix à la consommation	35,8	2,1
dont : loyers d'habitation	45,3	2,5
Coûts de construction	41,3	2,3
Permis de bâtir	46,4	3,4
Population	24,3	1,5
Emploi	66,0	3,4
	Sur la période 1986-1995	Sur la période 1996-2010
Taux d'intérêt réel moyen de court terme (en % annuel)	5,5	0,9

Sources : STATEC, calculs BCL

10 Voir e.g. C. Blot (2006) « *Peut-on parler de bulle sur le marché immobilier au Luxembourg* », BCL, Cahier d'études n°20, Mai, 2006, Girouard et al. (2006), op. cit., BCL (2007), op. cit., et BCE (2011) « *Tools for detecting a possible misalignment of residential property prices from fundamentals* », Revue de stabilité financière, Juin 2011, pp.57-59.

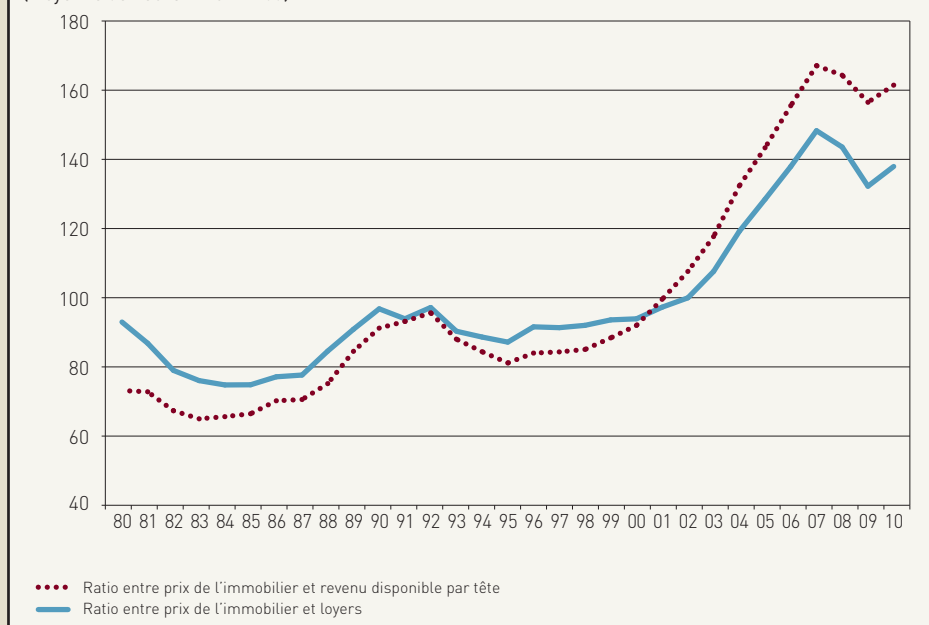
11 Cette évolution est basée sur l'indice annuel du prix de l'immobilier BCL/STATEC complété par l'indice hédonique du prix des appartements calculé par le STATEC à partir de 2008.

12 Les données relatives au revenu disponible sont publiées depuis peu par le Statec et sont seulement disponibles sur la période 2006-2009. En complétant cette série par les données historiques calculées par la BCL, le revenu disponible au Luxembourg aurait augmenté de 107 % en valeur nominale entre 1995 et 2009, soit un taux de croissance annuel moyen de plus de 5 %.

13 Ces changements structurels se sont toutefois accompagnés d'une forte augmentation du taux d'endettement des ménages, ce qui pourrait se traduire par des difficultés de remboursement pour certains ménages en cas de dégradation de la conjoncture et/ou de hausse prononcée des taux d'intérêt hypothécaires. Voir à ce sujet l'encadré sur les comptes financiers des ménages publié dans le rapport annuel 2010 de la BCL.

14 Voir à ce sujet la loi du 30 juillet 2002 relative aux différentes mesures fiscales destinées à encourager la mise sur le marché et l'acquisition de terrains à bâtir et d'immeubles d'habitation.

Graphique 4
Évolution des indicateurs traditionnels de déséquilibre sur le marché de l'immobilier
(Moyenne de l'échantillon = 100)



Sources : BCL/STATEC, calculs BCL

Le graphique 4 présente les deux indicateurs traditionnels généralement utilisés par la littérature économique pour analyser la formation de déséquilibres sur le marché immobilier : la *ratio d'accessibilité des ménages*, défini comme le rapport entre le prix de l'immobilier résidentiel et le revenu disponible par tête, qui permet de mesurer l'évolution de la capacité d'achat d'un logement par les ménages, et le *ratio de valorisation intrinsèque d'un actif immobilier*, défini comme le rapport entre le prix de l'immobilier résidentiel et le prix des loyers, qui permet d'apprécier le rendement potentiel d'un investissement sur le marché immobilier et/ou d'évaluer l'attraction relative de la location par rapport à l'achat.

Dans le cas du Luxembourg, ces deux ratios se situent actuellement au-dessus de leur moyenne de long terme, indiquant par là des signes de surévaluation potentielle des prix de l'immobilier résidentiel, en particulier depuis le début des années 2000. Ces deux mesures de déséquilibre sur le marché immobilier soulèvent cependant de nombreux problèmes et doivent donc être interprétées avec précaution¹⁵.

Tout d'abord, le *ratio d'accessibilité des ménages* constitue une mesure potentiellement biaisée de la capacité d'achat des ménages. En effet, au cours de la période étudiée, la relation entre l'évolution des prix immobiliers et celle du revenu disponible a probablement subi des modifications structurelles, notamment du fait de l'allongement de la durée des prêts et de la baisse des taux d'intérêt réels. En outre, le revenu disponible est mesuré au niveau agrégé et couvre donc l'ensemble de la population, alors que les prix de l'immobilier sont déterminés sur un marché dans lequel certains groupes d'acheteurs ont des revenus plus élevés que la moyenne de la population. Dans la même perspective, ce ratio ne prend pas en compte l'évolution de la composition des ménages dans son mode de calcul, en particulier du point de vue de la progression du taux des ménages monoparentaux, de l'augmentation rapide du nombre de personnes vivant seules et du vieillissement de la population.

Le *ratio de valorisation intrinsèque d'un actif immobilier* représente également une mesure potentiellement biaisée du rendement d'un investissement résidentiel, et ce pour les raisons suivantes. Tout d'abord, l'ajustement des loyers à la hausse pour les locataires en place est contraint par une réglementation stricte, ce qui explique en partie les divergences d'évolution entre le prix des loyers et le prix de l'immobilier résidentiel. Ensuite, contrairement à l'indice du prix de l'immobilier résidentiel utilisé comme numérateur pour la construction de ce ratio, l'indice des loyers utilisé comme dénominateur est ajusté de la qualité des logements, impliquant par là une tendance haussière pour l'évolution de cet indicateur sur la majeure partie de la

15 Voir notamment Girouard et al. (2006) et André (2010), op. cit.

période étudiée. Enfin, le coût d'usage de la détention d'un bien immobilier, qui intègre entre autres le taux d'intérêt nominal après impôt, la taxe foncière, les coûts de détérioration et de maintenance du bien, mais également les anticipations de plus-values sur la vente de ce bien, devrait être aussi pris en compte pour un calcul de ce ratio plus précis.

En dépit de leurs lacunes, ces deux indicateurs demeurent pertinents pour appréhender l'évolution globale du prix de l'immobilier au Luxembourg, du moins dans ses grandes lignes. Afin de compléter cette analyse, un modèle à correction d'erreur incorporant une relation de cointégration entre le logarithme du prix réel de l'immobilier résidentiel (*prix*) d'une part, et le logarithme du PIB réel (*pib*) et le taux d'intérêt réel de court terme (*intérêt*) d'autre part, est estimé sur la période allant du premier trimestre de 1986 au deuxième trimestre de 2011. L'interprétation de la relation de cointégration fournit alors une estimation de la valeur d'équilibre de long terme des prix de l'immobilier, vis-à-vis de laquelle le niveau actuel des prix peut être comparé.

En accord avec la relation de cointégration estimée, les prix réels de l'immobilier résidentiel luxembourgeois seraient entrés dans une phase de surévaluation à partir de 2005, avant de connaître une période d'ajustement depuis 2009¹⁶. A la fin de l'année 2010, les prix de l'immobilier résidentiel luxembourgeois demeuraient cependant légèrement surévalués en termes réels.

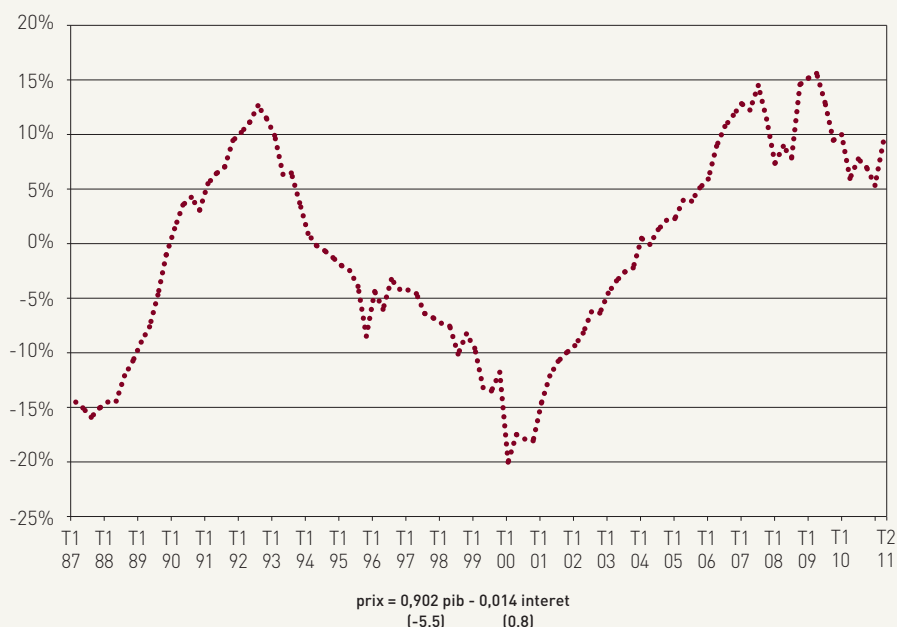
Ces estimations relatives à une surévaluation potentielle des prix immobiliers au Luxembourg sont toutefois à interpréter avec précaution pour différentes raisons, qui militent en faveur d'une hausse des prix immobiliers.

Tout d'abord, les données

utilisées ne tiennent pas compte de la superficie et de la qualité des logements sur la majeure partie de la période étudiée. Ensuite, le modèle utilisé ne prend pas en compte, d'une part, les changements structurels induits par des modifications de la législation, et d'autre part, l'influence d'autres variables telles que l'existence de contraintes relatives à l'offre de biens disponibles¹⁷. Enfin, il est important de remarquer que l'ajustement consécutif à une surévaluation des prix immobiliers ne signifie pas nécessairement une baisse subséquente des prix, mais une augmentation moins élevée que celle des déterminants fondamentaux.

Graphique 5

Déviation des prix de l'immobilier par rapport à leur équilibre de long terme



16 Les chiffres présentés entre parenthèses au pied du graphique correspondent aux statistiques de Student associées aux coefficients estimés, ce qui implique que les taux d'intérêt réels de court terme n'apparaissent pas comme étant significatifs dans la détermination des prix immobiliers à long terme. En imposant une contrainte de nullité à ce coefficient dans la relation de cointégration, le coefficient du prix de l'immobilier réel associé au PIB réel devient sensiblement égal à l'unité.

17 En dépit de sa simplicité, le modèle à correction d'erreur utilisé pour estimer la relation de cointégration explique plus des deux tiers des fluctuations du prix réel de l'immobilier sur l'ensemble de la période considérée.

En guise de conclusion, et sur la base des informations disponibles, cette étude tendrait à suggérer des signes de surévaluation persistants des prix de l'immobilier luxembourgeois et ce malgré le processus de normalisation entamé dans le sillage de la crise économique et financière. Il convient toutefois d'appréhender ces résultats avec prudence. En effet, au-delà des limites associées aux indicateurs et aux modèles économétriques traditionnels utilisés par la littérature existante, les difficultés d'interprétation pour le Luxembourg proviennent également de l'hétérogénéité des sources statistiques et de leurs lacunes. Afin d'apporter une contribution à ce débat, la BCL a décidé de mener des travaux visant à la construction d'un nouvel indice du prix de l'immobilier résidentiel incorporant à la fois les prix des maisons et les prix des appartements disponibles par le biais du fichier administratif de l'AED.

2.3.2 Secteur financier

L'évolution de l'effectif dans le secteur financier

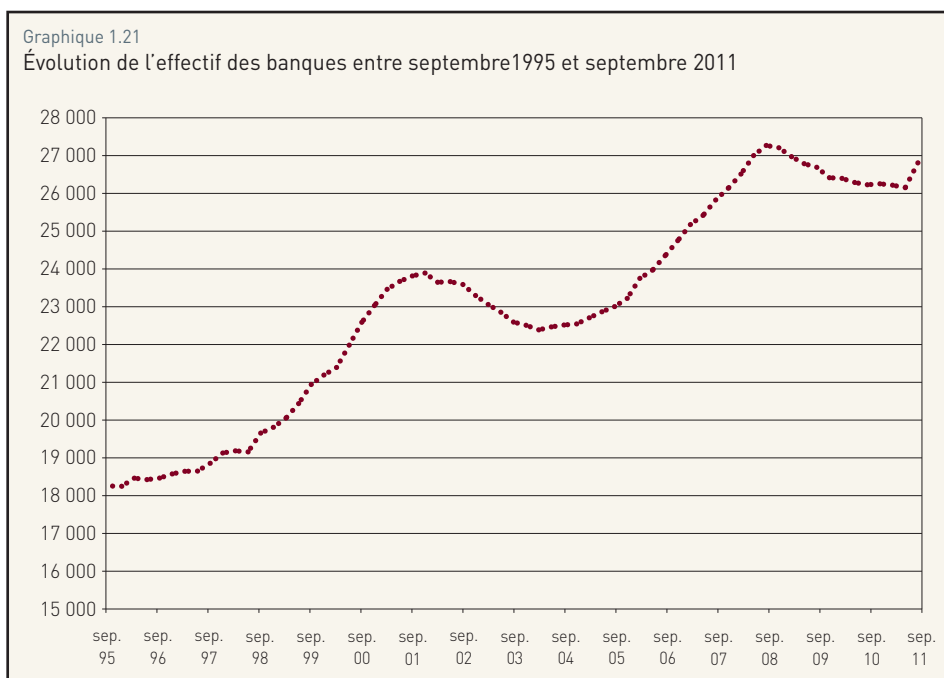
L'emploi dans les établissements de crédit du Luxembourg s'élève à 26 809 personnes au 30 septembre 2011, ce qui représente une hausse de 656 emplois par rapport au 30 juin 2011. Par rapport au 30 septembre 2010, l'emploi bancaire est en hausse de 2,2%.

Il convient toutefois de souligner que cette augmentation est essentiellement due à une opération particulière. En effet, un établissement de crédit a augmenté son effectif de 558 personnes au cours du

dernier trimestre, en rémunérant désormais directement des salariés qui travaillaient auparavant pour le sous-traitant de son service d'administration de fonds d'investissement.

En neutralisant cette opération non-récurrente, l'emploi au 30 septembre 2011 est en hausse de 98 unités par rapport au trimestre précédent. En effet, 56 établissements de crédit ont augmenté leurs effectifs au cours des trois derniers mois (hausse allant de 1 à 42 salariés, selon les cas). Par ailleurs, 33 établissements de crédit ont diminué leurs effectifs (baisse allant de 1 à 28 salariés, selon les cas).

Graphique 1.21
Évolution de l'effectif des banques entre septembre 1995 et septembre 2011



Source : BCL