



BULLETIN
2009

1



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSYSTÈME



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

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

Luxembourg, le 5 mars 2009

SOMMAIRE

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.2	Les taux d'intérêt des institutions financières et monétaires de la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.4	Les marchés boursiers	18
1.5	Les taux de change de l'euro	19
1.6	L'évolution des prix à la consommation	20
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	21
1.8	Les projections pour la zone euro	24
1.9	Le commerce extérieur	25
1.10	La balance des paiements	27
2	La situation économique au Luxembourg	29
2.1	L'évolution des prix et des coûts	29
2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	29
2.1.2	Les prix à la production industrielle	34
2.2	L'industrie	35
2.3	La construction	36
2.4	Le commerce et les autres secteurs	36
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	37
2.6	Le marché du travail	39
2.6.1	L'emploi et le chômage	39
2.7	Le secteur financier	43
2.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	43
2.7.2	L'effectif dans les établissements de crédit	44
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit	44
2.7.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	45
2.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	52
2.7.6	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	53
2.7.7	Les organismes de placement collectif (OPC)	56
2.8	Le commerce extérieur	59
2.9	La balance des paiements	61
2.9.1	Le compte courant	61
2.9.2	Le compte financier	62
2.10	La croissance économique	63
2.11	Retour sur les projections macroéconomiques de l'hiver 2008	65
2.12	Les finances publiques	67

2 ANALYSES

1	Evolutions récentes de la balance courante du Luxembourg	74
1.1	Introduction	74
1.2	La structure de la balance courante et la dégradation récente de son excédent : vue générale	74
1.3	Le déficit structurel de la balance des marchandises	76
1.4	La stagnation de l'excédent des services	79

1.5	Stabilisation du déficit des revenus des facteurs	81
1.6	La récente aggravation du déficit des transferts courants	82
1.7	Conclusion	83
2	L'emploi bancaire luxembourgeois dans un contexte de crise financière	85
2.1	Quelques éléments factuels et historiques	85
2.2	Quel bilan en matière d'emploi bancaire peut-on tirer de la crise financière au 31 décembre 2008 ?	87
2.3	Quels sont les risques à court terme qui pèsent sur la place bancaire luxembourgeoise ?	88
2.4	Conclusion	89
3	Résumé non technique du cahier d'études « LOLA 1.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis »	90
4	Résumé non technique du cahier d'études « La flexibilité des salaires au Luxembourg : une analyse sur la base de micro-données »	92
5	Nicht-technische Zusammenfassung des Arbeitspapiers „Regionale Löhne und Marktpotential in der erweiterten EU : Eine Empirische Untersuchung“	94

3 STATISTIQUES

1	Statistiques de politique monétaire	98
1.1	Situation financière consolidée de l'Eurosystème	98
1.2	Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg	100
1.3	Taux directeurs de la Banque centrale européenne	102
1.4	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres	103
1.5	Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro	106
1.6	Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg	107
1.7	Position de liquidité du système bancaire	108
2	Évolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	110
2.2	Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises	110
2.3	Agrégats monétaires de la zone euro	112
2.4	Éléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires	113
3	Marchés des capitaux et taux d'intérêt	114
3.3	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats	114
3.4	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours	115
3.5	Taux d'intérêt du marché monétaire	116
3.6	Rendements des emprunts publics	117
3.7	Indices boursiers	118
3.8	Taux de change	119
4	Données générales sur le système financier au Luxembourg	120
4.2	Situation de l'emploi dans les établissements de crédit luxembourgeois	120
4.3	Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg	122
4.4	Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois	123

SOMMAIRE

4.7	Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois	124
4.14	Evolution du nombre des OPC luxembourgeois	126
4.15	Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois	127
4.16	Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois	128
5	Situation des établissements de crédit du Luxembourg sur les euro-marchés	130
5.1	Activité bancaire internationale : ventilation géographique	130
5.2	Activité bancaire internationale : ventilation par devise	134
5.3	Activité bancaire internationale : part du Luxembourg	138
10	Balance des paiements du Luxembourg	140
10.1	Balance des paiements du Luxembourg : résumé	140
11	Position extérieur globale du Luxembourg	141
11.1	Position extérieure globale du Luxembourg : résumé	141

4 ACTUALITÉS

1	Actualités : decentralisation and specialisation in the eurosystem	144
1.1	Introduction	144
1.2.	Decentralisation in principle	146
1.2.1	Decentralisation as operational principle	147
1.2.2	Decentralisation as federal principle	148
1.3	Decentralisation in practice	152
1.3.1	Basic Eurosystem tasks	152
1.3.2	Other central bank tasks	160
1.4	Conclusion	162
2	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	164
3	Liste des circulaires de la BCL	165
4	Publications de la BCL	169
4.1	Bulletin de la BCL	169
4.2	Rapport Annuel de la BCL	169
4.3	Cahier d'études de la Banque centrale du Luxembourg	170
4.4	Brochures de la Banque centrale du Luxembourg	172
4.5	Matériel d'information de la BCL sur l'euro	172
4.6	Publications et présentations externes du personnel de la BCL	173
4.6.1	Publications	173
4.6.2	Présentations externes	173
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	174
5.1	Rapport Annuel de la BCE / <i>ECB Annual Report</i>	174
5.2	Bulletin mensuel de la BCE / <i>ECB Monthly Bulletin</i>	174
5.3	Etudes ad hoc / <i>Occasional Paper Series</i>	174
5.4	Etudes / <i>Working Paper Series</i>	174
5.5	Brochures d'information / <i>Information brochures</i>	175
6	Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	176





EDITORIAL

Le 5 mars 2009, le Conseil des gouverneurs de la BCE a réduit le taux appliqué aux opérations principales de refinancement de 50 points de base à 1,5%, portant à 275 points de base la baisse totale du taux d'intérêt directeur principal de l'Eurosystème depuis le 8 octobre 2008.

Il est essentiel de garder à l'esprit que les taux d'inflation négatifs qu'on observera éventuellement pendant quelques mois en 2009 seront le fruit de deux évolutions qui se chevauchent : d'une part, la faible demande domestique et internationale devrait réduire la pression sur les prix et les coûts et serait donc à la source d'un processus de désinflation ; d'autre part, les niveaux records des prix de l'énergie qu'on a observés jusqu'en juillet 2008, suivis par des fortes chutes, notamment du prix du pétrole, résultent en un effet de base prononcé et donc en une contribution négative de la composante « énergie » à l'indice général des prix à la consommation. Il convient de souligner que cet effet de base négatif est évidemment un phénomène temporaire et qu'il reflète davantage les niveaux de prix de l'énergie particulièrement élevés au cours des 7 premiers mois de 2008 que la dynamique à court terme des prix au cours de 2009. De plus, en faisant abstraction de l'évolution des prix de l'énergie, l'inflation dans la zone euro restera positive tout au long de l'année 2009 ainsi que par la suite. Par conséquent, l'évolution projetée des prix à la consommation est à qualifier de processus de désinflation et ne présente nullement les caractéristiques d'une déflation. Les anticipations d'inflation sont ancrées autour de la définition de stabilité des prix. En effet, pour 2010, les services de la BCE prévoient que l'inflation se situera entre 0,6% et 1,4%.

En ce qui concerne l'activité économique, la demande à la fois intérieure et extérieure diminuera en 2009, mais devrait se redresser ensuite progressivement. Ceci ressort des projections établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une croissance du PIB autour de -2,7% en 2009 et de 0,0% environ en 2010.

Ces estimations représentent une importante révision à la baisse par rapport aux projections antérieures de décembre 2008. En 2009 et en 2010, le taux de progression annuel du PIB sera nettement réduit par les acquis de croissance négatifs de l'année précédente. Le changement de méthodologie en ce qui concerne les niveaux de taux d'intérêt pris en considération a aussi affecté vers le bas tant les projections de l'inflation que de la croissance. La reprise progressive actuellement prévue pour 2010 reflète les effets des mesures importantes de relance macroéconomique en cours ainsi que les mesures de grande ampleur prises pour rétablir le bon fonctionnement du système financier. Les risques pesant sur ces perspectives apparaissent à présent assez équilibrés.

Le Luxembourg se trouve particulièrement touché par la crise. Le degré d'ouverture élevé de notre économie nous rend évidemment extrêmement vulnérables à des chocs exogènes, le maintien d'une croissance à peu près satisfaisante ne pouvant reposer seulement sur la demande interne. De plus, le poids du secteur financier accroît l'exposition de notre économie et de nos finances publiques à la crise des marchés financiers et des capitaux.

Les premières conséquences de la crise sont clairement visibles: forte augmentation du chômage, explosion du chômage partiel surtout dans l'industrie, recul du résultat des banques, chute de la valeur nette d'inventaire des OPC, importante dégradation de la balance des paiements, doublement de la dette publique, chute des indicateurs de confiance pour les entreprises comme pour les ménages etc. A cela s'ajoutent des perspectives particulièrement moroses pour 2009.

Les services de la BCL n'ont pas été en mesure d'effectuer une mise à jour des projections de la BCL. La BCE prévoit pour le Luxembourg une inflation de -0,4% en 2009 et de 2,1% en 2010. Pour ce qui est de la croissance, seulement 3 pays de la zone euro afficheront une baisse plus importante que celle du Luxembourg estimée à -3% pour 2009, suivie d'une légère reprise de 0,4% en 2010.

Plus encore que pour la zone euro, les récentes révisions par la BCL à la baisse des projections pour l'IPCH (comme pour l'IPCN) sont dues à la composante «énergie» et résultent donc d'un effet de base important, mais temporaire. L'inflation excluant l'énergie restera en 2009 aux alentours des 2% et se montrera ainsi assez persistante. Début 2009, on est donc loin d'une déflation au Luxembourg et l'inflation devrait augmenter à nouveau vers la fin de 2009 avec la disparition de l'effet de base négatif pour les prix de l'énergie.

La crise a de plus montré le haut degré d'exposition des finances publiques aux évolutions du secteur financier. Les mois à venir réservent une grande incertitude quant à l'évolution des soldes des administrations publiques luxembourgeoises.

Les premières estimations gouvernementales chiffrent les mesures supplémentaires¹, arrêtées en mars 2009 par le Gouvernement, à 665 millions d'euros², soit 1,75% du PIB de 2009. Ces nouvelles mesures, qui représentent de nouvelles dépenses gouvernementales augmenteront considérablement le déficit des administrations publiques luxembourgeoises que les dernières projections de la BCL chiffrent à 1,9% du PIB en 2009. Celui-ci risque de dépasser déjà en 2009 le seuil de 3% défini par le Traité de Maastricht, et de se dégrader davantage en 2010. De plus, sans prendre en considération ces dernières mesures gouvernementales, la BCE projette un déficit de 2,7% du PIB en 2010 qui se compare au déficit de 2,8% que la BCL avait projeté lors de son dernier exercice de projection de décembre 2008.

Il se recommanderait de publier rapidement un engagement crédible de retour sur un chemin des finances publiques soutenable à moyen terme sans recours massif à des augmentations d'impôt et d'éviter de prendre des mesures non réversibles qui ne font qu'aggraver la situation compétitive déjà compromise de l'économie nationale.

1 Mesures non-incluses dans le budget pour l'exercice 2009 adopté en décembre 2008.

2 La plus grande partie de ces nouvelles mesures concerne l'année budgétaire 2009, sauf les investissements publics.

Le Bulletin 2009/1 comprend également deux analyses et trois résumés non-techniques de cahiers d'études.

La première analyse traite de l'évolution de la balance courante qui s'est caractérisée par une dégradation brutale de l'excédent surtout au cours de l'année 2008, une situation jamais connue auparavant. Elle met en évidence la contribution de chacune des quatre balances partielles (biens, services, revenus et transferts courants) à l'évolution de l'excédent courant. La chute du surplus courant du Luxembourg au cours de l'année 2008 provient essentiellement de la stagnation du surplus des services et, plus particulièrement, du recul des exportations nettes des services financiers sous l'effet de l'intensification de la crise financière internationale depuis le troisième trimestre de l'année écoulée.

La seconde analyse tente de dresser le bilan de l'impact qu'a eu la crise sur l'effectif des banques luxembourgeoises jusqu'à fin décembre 2008. Puis, elle essaie d'évaluer les risques à court terme qui pèsent sur notre place financière. Si la réaction à la crise des établissements de crédit dans leur ensemble a consisté au cours du dernier trimestre 2008 en un arrêt abrupt de la création d'emplois supplémentaires, l'analyse conclut qu'au meilleur des cas, l'emploi bancaire pourrait stagner tout au long de l'année. Pourtant, lors de la dernière crise - en début de décennie -, l'emploi bancaire avait baissé de 6 % alors que la crise financière actuelle se combine avec une grave crise économique qui peut dès lors générer un recul au moins comparable.

La contribution suivante résume le cahier d'études «LOLA 1.0: Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis». Ce modèle dynamique d'équilibre général vise principalement à étudier tant les effets de chocs structurels, comme les chocs de démographie, que les effets de politiques structurelles, telles que les recommandations de l'agenda de Lisbonne. Le modèle suggère que le vieillissement de la population, tant résidente que frontalière, induira à long terme (aux alentours de 2040) une hausse marquée des dépenses de pensions et, en conséquence, une détérioration sensible des finances publiques. Pourtant, le financement futur des pensions pourrait être assuré par une réforme initiée dès aujourd'hui, pourvu que cette réforme soit à la fois ciblée et efficace.

Le cahier d'études «La flexibilité des salaires au Luxembourg : une analyse sur la base de micro-données», résumé dans la contribution suivante, sera publié d'ici peu.

Le dernier résumé concerne le cahier d'études «Regional wages and market potential in the enlarged EU: an empirical investigation». Un résultat remarquable de l'analyse est que le potentiel de marché d'une région dépend moins de celui de ses régions voisines mais plutôt de la demande pour ses propres produits ainsi que de son accès aux autres régions européennes (à l'exception des régions limitrophes).

Yves Mersch

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

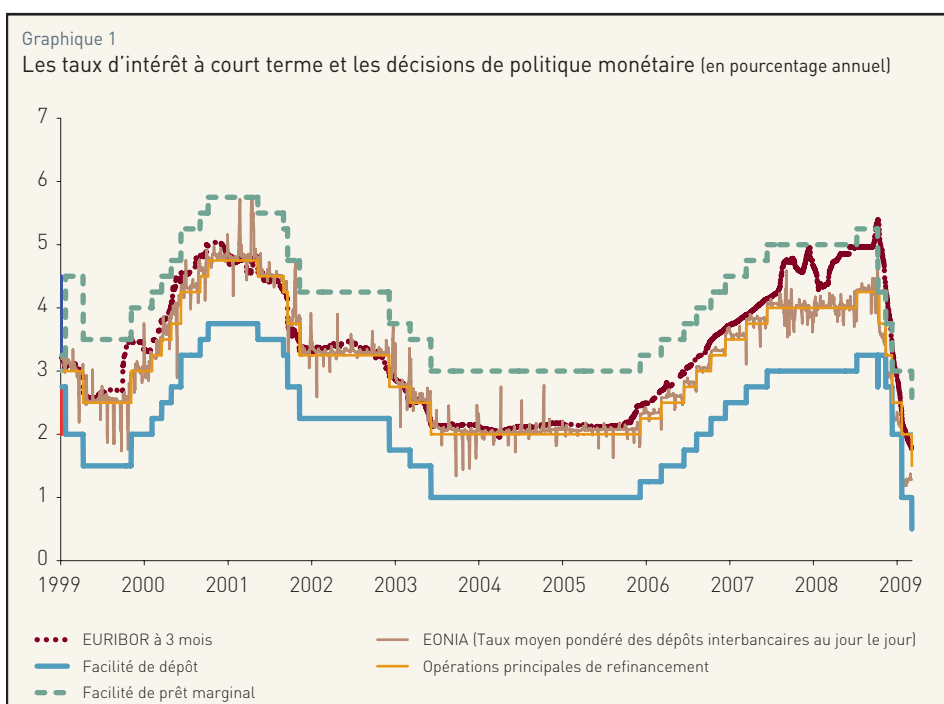
1	La situation économique dans la zone euro	12
1.1	Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire	12
1.2	Les taux d'intérêt des institutions financières et monétaires de la zone euro	14
1.3	Les rendements des titres publics à long terme	15
1.4	Les marchés boursiers	18
1.5	Les taux de change de l'euro	19
1.6	L'évolution des prix à la consommation	20
1.7	L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail	21
1.8	Les projections pour la zone euro	24
1.9	Le commerce extérieur	25
1.10	La balance des paiements	27
2	La situation économique au Luxembourg	29
2.1	L'évolution des prix et des coûts	29
2.1.1	Les prix à la consommation et projections d'inflation	29
2.1.2	Les prix à la production industrielle	34
2.2	L'industrie	35
2.3	La construction	36
2.4	Le commerce et les autres secteurs	36
2.5	L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs	37
2.6	Le marché du travail	39
2.6.1	L'emploi et le chômage	39
2.7	Le secteur financier	43
2.7.1	L'évolution du nombre des établissements de crédit	43
2.7.2	L'effectif dans les établissements de crédit	44
2.7.3	Le bilan des établissements de crédit	44
2.7.4	Les taux d'intérêt de détail (pratiqués par les banques luxembourgeoises)	45
2.7.5	L'enquête sur la distribution du crédit bancaire	52
2.7.6	Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit	53
2.7.7	Les organismes de placement collectif (OPC)	56
2.8	Le commerce extérieur	59
2.9	La balance des paiements	61
2.9.1	Le compte courant	61
2.9.2	Le compte financier	62
2.10	La croissance économique	63
2.11	Retour sur les projections macroéconomiques de l'hiver 2008	65
2.12	Les finances publiques	67

1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

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

Depuis début octobre 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a baissé le taux appliqué aux opérations principales de refinancement de 275 points de base au total, le portant à 1,50%. A partir du 21 janvier 2009, le corridor de fluctuation de l'EONIA (c'est-à-dire du loyer de l'argent au jour le jour) délimité par la facilité de prêt marginal et la facilité de dépôt fut relevé de 100 à 200 points de base; les taux des facilités permanentes s'élèvent donc, respectivement, à 2,50% et 0,50%. A rappeler que ce corridor avait été réduit à 100 points de base en octobre 2008.

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a de plus décidé de maintenir la procédure d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies - pour l'ensemble des opérations principales de refinancement, des opérations de refinancement spéciales et des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et régulières - aussi longtemps que nécessaire et en tout cas au-delà de fin 2009. Le Conseil des gouverneurs a en outre décidé de conserver la fréquence et les durées en vigueur des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et des opérations de refinancement spéciales aussi longtemps que nécessaire et en tout cas au-delà de fin 2009.



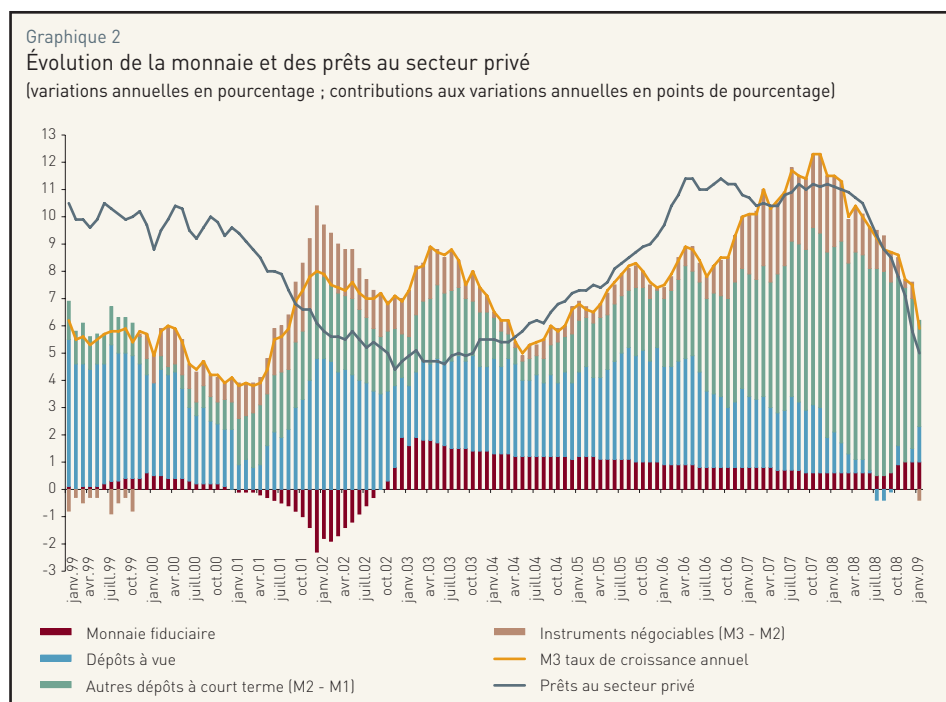
Depuis le début de l'année, le taux appliqué aux opérations principales de refinancement a été abaissé de 100 points de base; cet abaissement fut implémenté en deux tranches de 50 points de base, respectivement en janvier et en mars. La progression annuelle de l'IPCH a poursuivi son recul ces derniers mois. En effet, le glissement annuel de l'IPCH est passé de 1,6% en décembre 2008 à 1,1% en janvier 2009; selon l'estimation rapide d'Eurostat, le taux d'inflation s'est inscrit à 1,2% en février. Le repli de l'inflation depuis l'été passé reflète essentiellement la baisse considérable des cours mondiaux des matières premières. Les signes d'une diminution plus généralisée des risques inflationnistes sont également de plus en plus nombreux. Il est probable que le taux d'inflation affichera une volatilité accrue en 2009. Principalement en raison d'effets de base liés aux évolutions antérieures des prix de l'énergie, la progression annuelle de l'IPCH devrait continuer à fléchir dans les prochains mois et pourrait s'inscrire temporairement à des niveaux négatifs au milieu de l'année. Néanmoins, le taux d'inflation devrait augmenter de nouveau par la suite, également en raison d'effets de base résultant des évolutions antérieures des prix de l'énergie. Cette volatilité à court terme n'est toutefois pas pertinente du point de vue de la politique monétaire. Les projections de mars 2009 établies par les services de la BCE prévoient une progression annuelle de l'IPCH comprise entre 0,1% et 0,7% en 2009 et entre 0,6% et 1,4% en 2010. Par rapport à décembre 2008, les récentes projections relatives à l'IPCH pour 2009 et 2010 ont été sensiblement révisées à la baisse.

Pour ce qui est de l'activité économique, le PIB en volume de la zone euro s'est replié de 1,5% en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2008, selon la première estimation d'Eurostat. Les informations disponibles indiquent que l'activité économique est restée morose dans la zone euro début 2009. Sous l'effet des turbulences financières, l'activité économique mondiale s'est considérablement ralentie ces derniers mois, les économies émergentes étant également de plus en plus touchées. Le ralentissement sensible de l'activité économique est imputable à la contraction considérable des volumes des échanges internationaux ainsi qu'au recul sensible de la demande intérieure dans la zone euro. Selon le Conseil des gouverneurs, la demande à la fois intérieure et extérieure diminuera en 2009, pour se redresser ensuite progressivement. Les projections macroéconomiques de mars 2009 établies par les services de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de la zone euro comprise entre -3,2% et -2,2% en 2009 et entre -0,7% et +0,7% en 2010. Par rapport à décembre 2008, les projections macroéconomiques récentes pour 2009 et 2010 ont été fortement revues à la baisse. La reprise progressive prévue pour 2010 reflète en outre les effets des mesures importantes de relance macroéconomique.


En ce qui concerne l'analyse monétaire, la croissance annuelle de l'agrégat large M3 et des agrégats de crédit a continué de se ralentir. Les données confirment que les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix continuent à s'atténuer. Au quatrième trimestre 2008, l'agrégat large (M3) a progressé de 7,9%, pour s'inscrire à 5,9% en janvier 2009; le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé s'est établi à 6,9% entre octobre et décembre 2008, et à 5,0% en janvier 2009. Certaines composantes de l'agrégat large, notamment les titres d'OPCVM monétaires, affichent une forte volatilité mensuelle ces derniers temps.

Le graphique montre que la contribution de l'agrégat étroit M1 (composé de «monnaie fiduciaire» et «dépôts à vue») à l'agrégat large M3 s'est accrue ces derniers mois. Le taux de croissance annuel de M1 est passé de 2,2% en novembre à 5,2% en janvier.

Si la progression de l'agrégat étroit M1 s'est accrue, celle des autres dépôts à court terme (M2-M1) a fléchi, tout en restant vigoureuse: le taux de croissance annuel relatif à ces dépôts est tombé de 16,0% en novembre à 9,7% en janvier. Alors que l'impact de ces dépôts sur l'accroissement de l'agrégat large a fléchi, il demeure toutefois considérable, comme souligné par le graphique qui montre bien à quel point M2-M1 a soutenu la croissance de M3. Quant aux sous-composantes de M2-M1, c'est-à-dire les dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans et les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois, ce sont surtout ces premiers qui sont responsables du recul de l'agrégat. En effet, si les dépôts à préavis ont continué à se replier jusqu'en novembre, ils ont faiblement progressé en décembre et en janvier. La croissance annuelle des dépôts à court terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est toutefois fortement modérée, passant de 29,3% en novembre à 23,3% en décembre, et finalement à 14,3% en janvier; le poids de ces dépôts dans l'agrégat large est d'ailleurs nettement supérieur au poids des dépôts à préavis.



Source : BCE



La croissance annuelle des instruments négociables M3-M2 s'est élevée à 1,7 % et à 3,7 % en novembre et en décembre, pour s'inscrire à -2,4 % en janvier. Ces développements reflètent une évolution hétérogène des trois sous-composantes. Le taux de croissance annuel des titres de créance d'une échéance inférieure ou égale à deux ans est passé de -8,1 % en novembre à -10,9 % en décembre et finalement à -24,8 % en janvier. En même temps, la progression annuelle des titres d'OPCVM monétaires a rebondi à 4,8 % en décembre, après 1,7 % en novembre, pour s'inscrire à 2,5 % en janvier. Les accords de pension (« repurchase agreements ») ont toutefois continué à progresser relativement vigoureusement ; leur taux de croissance, sur base annuelle, s'est inscrit à 11,6 % en novembre, pour passer à 16,0 % en décembre avant de tomber à 7,1 % en janvier.

En ce qui concerne les contreparties de M3, on constate que les prêts au secteur privé affichent toujours une tendance baissière, s'établissant à 5,0 % en janvier, par rapport aux 7,1 % et 5,8 % enregistrés respectivement en novembre et en décembre 2008. La ventilation sectorielle indique que le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non-financières (SNF) a continué à fléchir : la progression annuelle des prêts aux SNF est ainsi passée de 11,2 % en novembre à 9,5 % en décembre, pour s'inscrire à 8,8 % en janvier. Quant à la croissance annuelle des prêts aux ménages, elle a continué sur sa trajectoire baissière entamée en 2006, tant du côté des crédits immobiliers que du côté des crédits à la consommation ; les progressions respectives des crédits immobiliers et des crédits à la consommation ont ainsi atteint leur creux historique en janvier, à 1,0 % et 1,3 %. Néanmoins, l'évolution des crédits reflète, pour partie, l'effet baissier de la titrisation.

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

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

Dans le sillage de la baisse du taux de refinancement de l'Eurosystème de 175 points de base entre début octobre et fin décembre 2008, l'ensemble des taux d'intérêt offerts par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro sur les nouveaux contrats étaient en baisse entre septembre et décembre 2008, dernière date de disponibilité des données.

Ainsi, le coût des nouveaux crédits immobiliers à taux variable était en baisse de 70 points de base, passant de 5,80 % en septembre, à 5,10 % en décembre 2008.

La diminution observée sur le coût des nouveaux contrats des crédits à la consommation, pour lesquels la période de fixation du taux d'intérêt est comprise entre un et cinq ans¹, est beaucoup plus modeste. Elle a atteint 19 points de base entre septembre (7,20 %) et décembre 2008 (7,01 %).

Les autres crédits aux ménages, à taux variable, ont vu leur coût diminuer de 123 points de base entre septembre (6,24 %) et décembre 2008 (5,01 %).

En décembre 2008, le coût d'emprunt payé par les sociétés non financières (SNF) pour des nouveaux contrats ne dépassant pas un million d'euros était de 96 points de base inférieur à celui observé à la fin du troisième trimestre (5,38 % contre 6,34 %). Pour les nouveaux contrats supérieurs à un million d'euros, le coût d'emprunt était en baisse de 133 points de base entre septembre (5,62 %) et décembre 2008 (4,29 %).

¹ La période de fixation du taux d'intérêt (PFTI) prise en référence (un à cinq ans) est la plus représentative en vue d'une comparaison avec les données des banques luxembourgeoises.

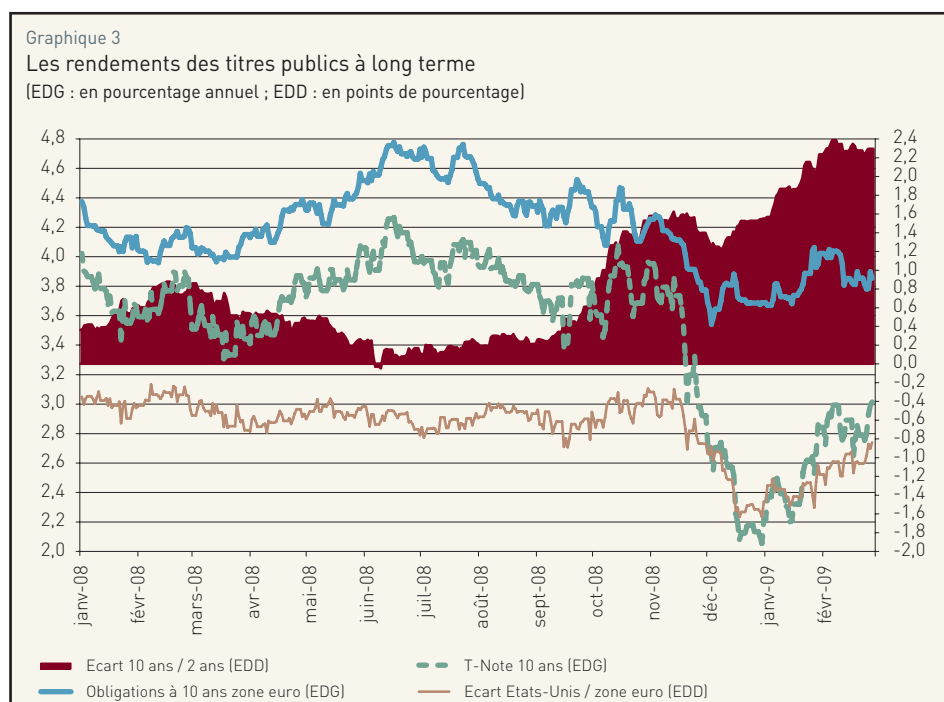
Enfin, les dépôts à terme des ménages avec une durée initiale inférieure à un an, étaient rémunérés à raison de 3,75% en décembre contre 4,65% en septembre 2008 (-90 points de base), tandis que ceux des SNF, pour des maturités identiques, passaient de 4,52% à 2,87% (-165 points de base) entre le début et la fin du quatrième trimestre 2008.


1.3 LES RENDEMENTS DES TITRES PUBLICS À LONG TERME

Depuis la fin du mois de novembre, les rendements des titres publics à long terme aux Etats-Unis et dans la zone euro ont globalement affiché une tendance à la hausse qui a reflété les émissions de dettes destinées à financer les plans de relance économique et de soutien au système bancaire mis en place par les différents gouvernements nationaux. Entre le 1^{er} décembre 2008 et le 28 février 2009, le rendement des Bons du Trésor à 10 ans a augmenté de 16 points de base dans la zone euro et de 28 points de base aux Etats-Unis pour s'établir respectivement à 3,85% et 3,01%. Conformément à cette évolution, le différentiel de rendement entre la zone euro et les Etats-Unis s'est légèrement réduit pour avoisiner les 84 points de base en fin de période. L'écart de rendement entre les obligations à dix ans et celles à deux ans a quant à lui continué à se creuser de manière substantielle dans la zone euro depuis le mois de décembre sous l'effet, d'une part, des baisses de taux d'intérêt directeurs par la BCE, et d'autre part, de l'influence des émissions obligataires sur la progression des taux longs.

Au cours de la période étudiée, les marchés obligataires ont continué d'afficher une certaine volatilité. Aux Etats-Unis, le rendement des Bons du Trésor à 10 ans a tout d'abord poursuivi son mouvement de recul pendant le mois de décembre à la suite, notamment, de l'annonce par le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale du maintien pour une durée prolongée du taux d'intérêt directeur dans une fourchette comprise entre 0,0 et 0,25%. Le taux des emprunts d'Etat à long terme a ainsi enregistré une baisse de 68 points de base pour se rapprocher du niveau historiquement bas de 2% au 30 décembre 2008. Le rendement des obligations à 10 ans dans la zone euro s'est quant à lui stabilisé au cours de cette période, après avoir connu une baisse modérée en début de mois sous l'effet

d'une réduction par la BCE des taux d'intérêt directeurs de 75 points de base. A partir du mois de janvier, le rendement de l'emprunt d'Etat à 10 ans s'est de nouveau tendu aux Etats-Unis et dans la zone euro en raison de l'afflux d'émissions de titres inhérent au financement de la mise en œuvre des plans de relance annoncés par les gouvernements. Ce mouvement de hausse des taux longs s'est ensuite prolongé de manière significative jusqu'au début du mois de février. La dégradation prononcée des perspectives économiques et l'absence de détails sur le plan américain de relance et de soutien au crédit et au système bancaire se sont ensuite traduites par un retour de l'aversion au risque qui s'est accompagné d'un regain d'intérêt pour les emprunts d'Etat. Ce comportement de fuite vers la qualité de la part des investisseurs a engendré une baisse des taux à long terme au cours des trois premières semaines de février, performance d'autant plus impres-





sionnante que le marché devait absorber dans le même temps une quantité massive de nouveaux titres de dette souveraine. Ce mouvement s'est toutefois interrompu en fin de période pour laisser place à une évolution divergente des deux côtés de l'Atlantique : alors que le rendement de l'emprunt d'Etat dans la zone euro est demeuré relativement stable, les taux à long terme ont augmenté de 23 points de base aux Etats-Unis, les montants élevés de dette émis sur le marché obligataire prenant le dessus sur les incertitudes persistantes relatives à la santé du système économique et financier.

L'écart de rendement entre les obligations à 2 ans et celles à 10 ans dans la zone euro s'est quant à lui nettement creusé depuis le début du mois de décembre, pour atteindre un différentiel de 2,30% au 28 février 2009, alors qu'il était déjà de 1,35% au début du mois de décembre. En provoquant une détente des taux courts, l'assouplissement de la politique monétaire par l'Eurosystème a certes engendré une « pentification » de la courbe des taux, c'est-à-dire une hausse de l'écart entre les taux courts et les taux longs, mais l'évolution de cet écart a été principalement accentuée par le comportement des taux longs ; la mise en œuvre des plans de relance et de soutien au secteur bancaire s'est en effet traduite par une hausse de la dette publique et, ce faisant, par une augmentation de l'offre d'obligations de long terme par les Etats, ce qui a contribué à réduire leur prix et donc à augmenter les taux d'intérêt sur ce type de maturité.

De son côté, le différentiel de rendement entre les obligations à dix ans aux Etats-Unis et dans la zone euro a tout d'abord augmenté de manière assez significative jusqu'à la mi-décembre, avant de se réduire progressivement à partir du mois de janvier. Cette évolution s'explique, dans un premier temps, par l'assouplissement prononcé de la politique monétaire aux Etats-Unis, puis dans un second temps, par l'émission massive de titres de dette publique US, cette dernière ayant par ailleurs alimenté une montée de la défiance des investisseurs envers la qualité de la signature américaine. Ce sentiment d'inquiétude concernant la soutenabilité de la charge fiscale relative aux plans de relance s'est également illustré au niveau de la zone euro. Au cours de la période étudiée, les écarts de taux d'intérêt à long terme sur les titres de la dette publique des différents pays membres ont en effet poursuivi leurs évolutions divergentes, reflétant ainsi les primes de risque attribuées par les opérateurs à la qualité de remboursement des différents émetteurs souverains. Les écarts de rendement par rapport au papier allemand, considéré comme plus sûr et plus liquide en période d'aversion au risque, ont ainsi atteint des niveaux records à la mi-janvier après la dégradation par Standard & Poor's de la note de long terme du Portugal, de l'Espagne et de la Grèce et la mise sous surveillance avec implication négative de celle de l'Irlande.

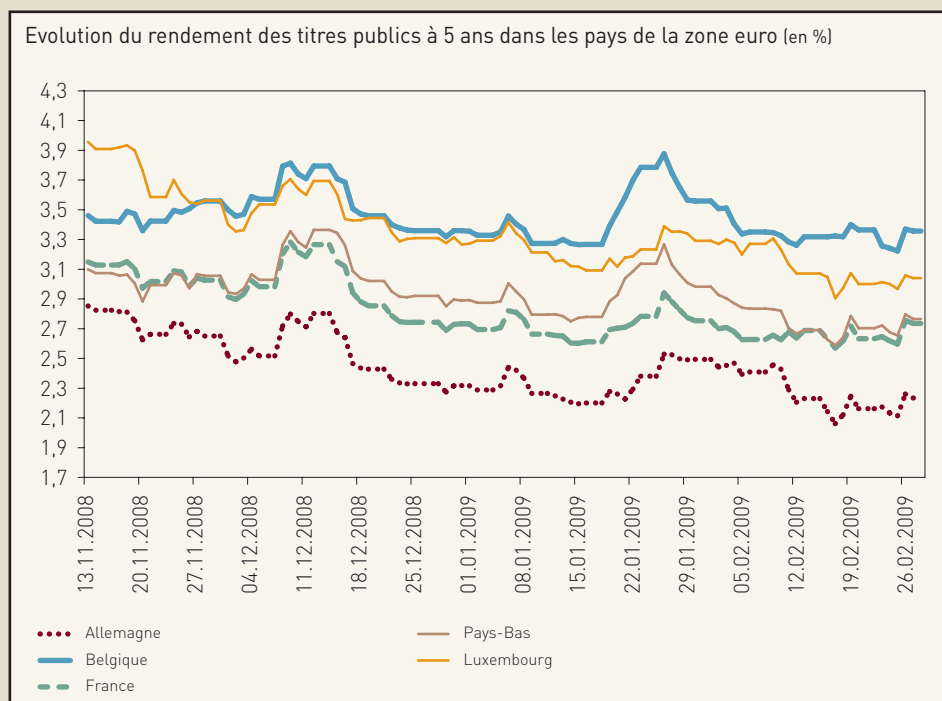
L'ÉVOLUTION DES RENDEMENTS SUR LES TITRES DE DETTE ÉMIS PAR L'ÉTAT

LUXEMBOURGEOIS

L'Etat luxembourgeois a émis à la fin de l'année 2008 pour 2 milliards d'euros d'emprunt à 5 ans afin de financer son programme de soutien aux banques. La souscription de ces titres a remporté un vif succès auprès des investisseurs particuliers, notamment des résidents luxembourgeois qui ont absorbé près des ¾ des montants adjugés lors de cette opération. Du point de vue de ses caractéristiques, cet emprunt d'Etat luxembourgeois est composé d'obligations à taux fixe de maturité décembre 2013 dont la valeur nominale est de 1 000 euros et le coupon de 3,75 %. Ces titres ont par ailleurs été émis sous forme de nouveaux certificats globaux (*New global Note*) et sont de ce fait éligibles en tant que garanties collatérales pour les opérations de crédit de l'Eurosystème.

En comparaison avec des titres de même maturité, le Luxembourg, qui dispose d'une notation AAA, se positionne parmi les pays de la zone euro dont l'écart de rendement est le plus faible vis-à-vis de l'Allemagne, après la France, les Pays-Bas et la Finlande [respectivement +50, +53, et +56 points de base contre +0,92 % pour le Luxembourg au 28 février 2009]. Bien que l'absence de CDS sur la dette de l'Etat luxembourgeois ne permette pas d'évaluer précisément la perception du risque de défaut par les opérateurs de marché, les indicateurs relatifs à la soutenabilité des finances publiques apparaissent dans l'immédiat comme étant largement favorables, avec une dette publique de l'ordre de 14 % du PIB et une prévision de déficit légèrement inférieure à 2 % pour l'année 2009 (selon les prévisions de décembre de la BCL). Dans cette perspective, la *prime de risque* inhérente à la qualité de la signature de l'Etat luxembourgeois devrait donc être relativement faible, ce qui implique que le Grand-Duché se situerait dans une position « intermédiaire » qui s'expliquerait alors par la prime de liquidité correspondant à la taille limitée du marché secondaire pour ce type de titre.

D'un point de vue évolutif, le taux de rendement de l'emprunt public luxembourgeois a connu une nette tendance à la baisse depuis sa souscription, passant de 3,96 % le 13 novembre 2008 à 3,04 % le 28 février 2009. Sur l'ensemble de cette période, le profil de développement de la rémunération de l'emprunt d'Etat luxembourgeois est relativement similaire à celui des autres Etats membres de la zone euro (l'Irlande et la Grèce faisant cependant figure d'exception), à la différence près que l'écart de rendement entre l'Allemagne et le Grand-Duché s'est réduit de manière croissante, en passant de 1,10 % à 0,81 % entre novembre 2008 et février 2009. De fait, partant d'un niveau plus

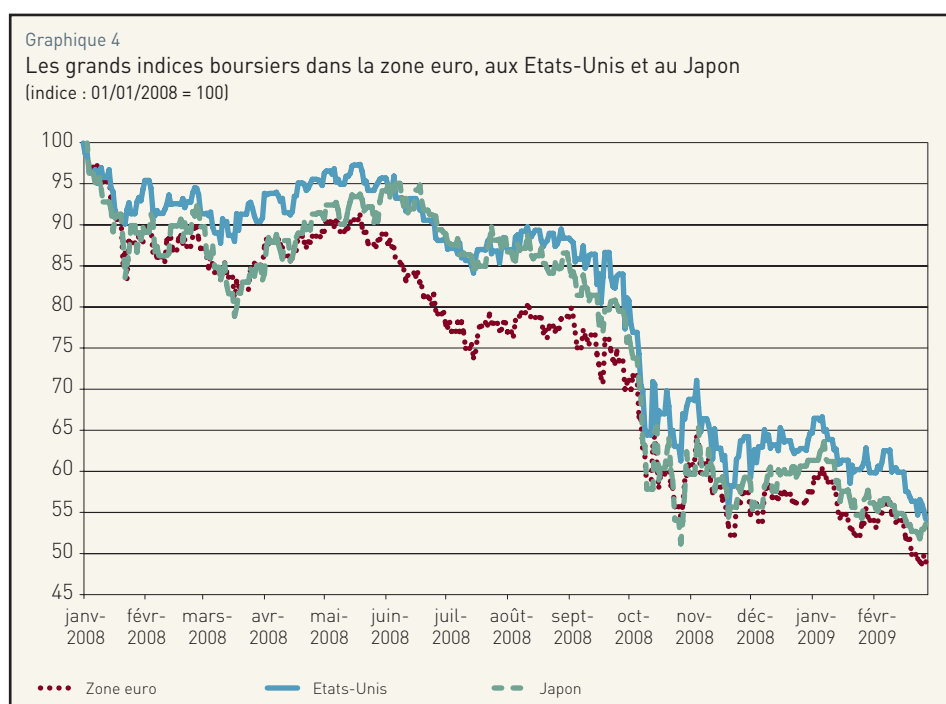


Source : Bloomberg

élevé, le Luxembourg est le pays de la zone euro dont le rendement a le plus diminué sur l'ensemble de la période considérée (-92 points de base contre -0,62 % pour l'Allemagne et -0,41 % pour la France).

1.4 LES MARCHÉS BOURSIERS

En dépit des pertes record enregistrées au cours des mois précédents, les principaux indices boursiers aux Etats-Unis, au Japon et dans la zone euro ont poursuivi leur mouvement de repli entre le 30 novembre 2008 et le 28 février 2009. Au cours de cette période, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont respectivement creusé leurs pertes de -17,1%, -18,0% et -11,1%. La période récente a par ailleurs été marquée par une forte volatilité sur les marchés boursiers sous l'effet de l'assombrissement des perspectives de croissance et de l'intervention des banques centrales et des gouvernements pour soutenir le système économique et financier.



Après la forte baisse observée entre septembre et novembre 2008, les principaux indices boursiers se sont stabilisés à partir du mois de décembre dans une fourchette étroite correspondant aux points bas de l'année 2008. Au cours de cette période, les indices ont continué d'afficher une forte volatilité, les préoccupations des opérateurs relatives à l'évolution de l'économie et du système bancaire étant contrebalancées par le plan de soutien américain à l'automobile et la décision historique de la Fed d'abaisser son principal taux directeur à un niveau proche de zéro. Les développements sur les marchés d'actions en fin d'année ont également reflété un certain attentisme de la part des opérateurs, celui-ci ayant par ailleurs été renforcé par l'annonce du scandale Madoff aux Etats-Unis.

Source : Bloomberg

Après une légère reprise fin-2008/début-2009, le Dow Jones EURO STOXX, le S&P 500 et le Nikkei 225 ont connu une nouvelle baisse au cours des trois premières semaines de janvier en raison, notamment, de la révision à la baisse des prévisions de bénéfices par les grands groupes. La succession des mauvaises nouvelles au niveau des indicateurs macroéconomiques et les interrogations des opérateurs quant à la portée du plan de relance de l'économie américaine par l'administration Obama ont également rapidement entraîné un retour de l'aversion au risque qui a amené les investisseurs à se détourner des marchés d'actions. Dans le cadre de ce mouvement baissier, les banques et les assurances se sont de nouveau distinguées par leurs performances médiocres, tandis que la baisse des taux directeurs par la BCE au début de l'année exerçait seulement un impact limité sur l'évolution des cours.

Ce mouvement de baisse a ensuite laissé la place à une hausse fin-janvier/début-février. L'imminence de l'adoption du plan de relance de l'administration Obama et l'annonce d'un nouveau plan de soutien au système bancaire par le secrétaire au Trésor Timothy Geithner ont en effet suscité l'espoir des investisseurs, et ce en dépit des mauvaises nouvelles macroéconomiques au niveau de l'emploi et de la croissance. L'espoir a cependant ensuite cédé la place à l'inquiétude en raison des incertitudes entourant les modalités et les effets de ces plans de sorte que le repli des principaux indices boursiers s'est poursuivi jusqu'à la fin du mois de février. Les interrogations concernant l'ampleur et la durée de la récession des deux côtés de l'Atlantique ont ainsi pesé sur la tendance en fin de période en ravivant le sentiment d'aversion au risque des opérateurs.

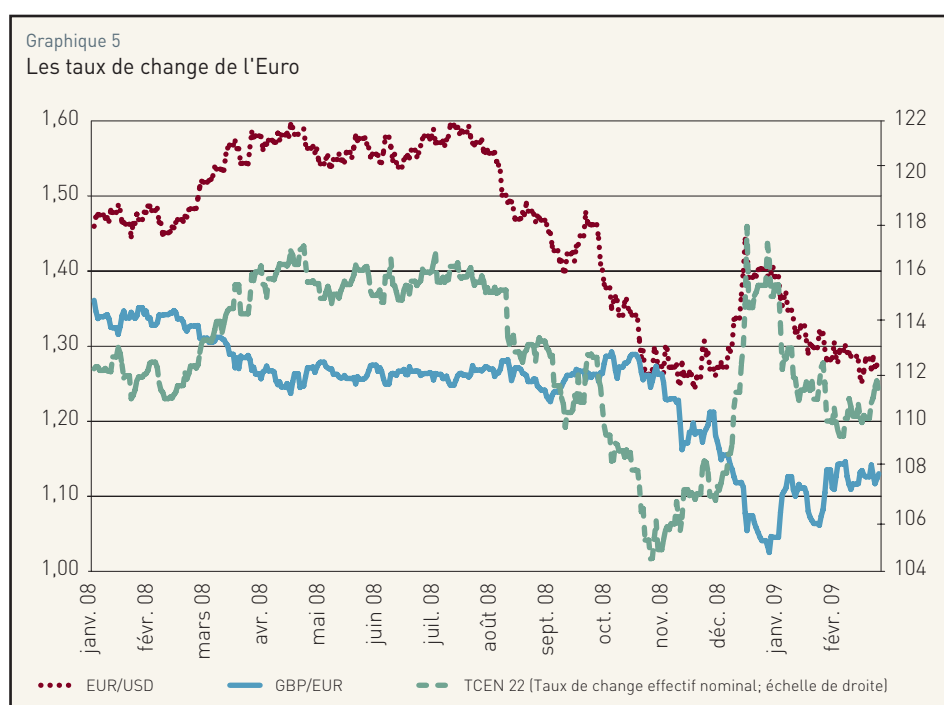
1.5 LES TAUX DE CHANGE DE L'EURO


Depuis la fin du mois de novembre, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par un panier de devises composé des 21 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, a connu des mouvements de forte amplitude. Après avoir tout d'abord enregistré une hausse substantielle de près de 10% au cours du mois de décembre, effaçant ainsi les pertes subies entre août et octobre 2008, ce dernier s'est de nouveau déprécié de -4,5% à partir du début de l'année 2009. Cette évolution s'explique principalement par les fluctuations de l'euro par rapport au dollar américain, au yen, à la livre sterling, au franc suisse et au yuan, la monnaie unique ayant en revanche connu une appréciation tendancielle face au zloty polonais, au forint hongrois, au leu roumain et à la couronne tchèque au cours de la période étudiée.

Après le mouvement de dépréciation enregistré depuis le mois d'août, l'euro a nettement rebondi face au dollar américain dans la première moitié du mois de décembre et ce principalement sous l'influence de deux facteurs : la décision de la Fed de maintenir de manière prolongée le taux d'intérêt directeur à un niveau proche de zéro, alors que dans le même temps la BCE affichait son intention de marquer une pause dans sa politique de baisse des taux, et la baisse de l'aversion au risque suscitée par la perspective de vastes plans de soutien en faveur de l'automobile et des infrastructures aux Etats-Unis. A partir du début de l'année 2009, la monnaie unique a ensuite amorcé un nouveau mouvement de dépréciation par rapport au billet vert qui s'est prolongé jusqu'à la fin du mois de février. Cette évolution

a résulté d'un nouveau rapatriement de capitaux aux Etats-Unis inhérent à la remontée de l'aversion au risque, confirmant ainsi le statut de monnaie de réserve internationale du dollar américain ; dans le même temps, les opérateurs de marché ont anticipé de nouvelles baisses des taux directeurs de la part de la BCE au fur et à mesure que les chiffres de l'activité économique et de l'inflation continuaient de baisser dans la zone euro. Au 28 février 2009, l'euro s'échangeait contre 1,27 dollar US, revenant ainsi à un niveau proche de celui qui prévalait en novembre 2008.

Au cours de la période étudiée, le yen et le franc suisse se sont globalement caractérisés par un profil d'évolution similaire à celui du dollar dans leur rapport d'échange bilatéral vis-à-vis de l'euro ; après avoir connu un mouvement de dépréciation au début du mois de décembre, la monnaie japonaise et la monnaie suisse se sont de nouveau appréciées courant décembre pour revenir, à partir du mois de janvier, aux points hauts qui avaient été atteints en octobre 2008. Cependant, alors que le franc suisse s'est par la suite stabilisé aux alentours de 1,50CHF/€, le yen s'est quant à lui affaibli à la fin du mois de février après la publication d'une série d'indicateurs alarmants sur l'état de l'économie japonaise. De son côté, la livre sterling a continué de se déprécier au mois de décembre par rapport à l'euro (-13,2%) pour se rapprocher de la parité avec la monnaie unique, avant de se redresser nettement à partir du début de l'année 2009. Ce retournement de tendance s'est produit à mesure que les opérateurs de marché prenaient conscience de l'ampleur du





ralentissement économique dans la zone euro et anticipaient de nouvelles baisses des taux directeurs de la part du Conseil des gouverneurs de la BCE. Au 28 février 2009, l'euro s'échangeait tout de même contre 0,89 livre sterling, à un niveau supérieur de 11,1% par rapport à sa moyenne de 2008.

La plupart des devises participant au MCE II (la couronne danoise, le lita lituanien, le lats letton et la couronne estonienne) sont quant à elles restées à des niveaux relativement stables vis-à-vis de l'euro, le lita lituanien s'étant par ailleurs renforcé depuis la fin-décembre pour se rapprocher de son cours pivot à partir du milieu du mois de janvier. Les autres devises de l'Union européenne hors MCE II (la couronne tchèque, le zloty polonais, le forint hongrois, le leu roumain, le lev bulgare et la couronne suédoise) ont pour leur part été fortement affectées par la crise financière internationale. A l'instar de la poursuite de la chute du rouble face au dollar et à l'euro, les monnaies de la plupart de ces pays ont été mises sous pression, notamment le zloty polonais, le leu roumain et la couronne tchèque qui se sont respectivement dépréciées de -22,9%, -13,6% et -10,8% par rapport à l'euro entre le 30 novembre 2008 et le 28 février 2009. Le forint hongrois a lui aussi continué de se déprécier fortement par rapport à l'euro (-15,6%) malgré l'aide internationale qui avait été octroyée au gouvernement à la fin du mois d'octobre. Enfin, dans la continuité de ce qui avait été observé depuis le mois de septembre, la couronne suédoise a poursuivi son mouvement de dépréciation face à la monnaie unique (-11,1% au cours de la période étudiée), celui-ci ayant été favorisé par l'assouplissement rapide de la politique monétaire par la Riksbank, qui a successivement abaissé son principal taux directeur de 1,75% en décembre et de 1% en février.

1.6 L'ÉVOLUTION DES PRIX À LA CONSOMMATION

L'inflation annuelle de la zone euro mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), après avoir atteint un pic historique avec 4% en juin et juillet, s'est inscrite depuis août 2008 en baisse pour tomber à 1,6% en décembre 2008. En moyenne annuelle, l'inflation s'est établie à 3,3% en 2008, son niveau le plus élevé depuis l'introduction de l'euro en 1999, et en forte accélération par rapport à 2007.

Le renversement de tendance entamé au troisième trimestre 2008 s'est poursuivi au début de l'année 2009 et l'inflation a baissé à 1,1% en janvier 2009. Il résulte du fléchissement des taux de progression des prix de l'énergie et des produits alimentaires par rapport à leurs points culminants en juillet 2008.

En effet, après son sommet de 17,1% en juillet, le rythme annuel des prix de l'énergie s'est modéré à -5,3% en janvier par suite de l'effet de baisse du cours du pétrole depuis août 2008. Un renversement de tendance s'observe également au niveau du taux annuel des prix des produits alimentaires transformés. En effet, alors que ce taux s'est inscrit à 7,2% en juillet, il a diminué graduellement à 4,3% au troisième trimestre 2008, pour fléchir à 2,7% en janvier 2009. De même, le taux de variation annuel des prix des produits alimentaires non transformés, ayant atteint son pic de 4,4% en juillet 2008, a progressivement diminué au cours des derniers mois pour s'établir à 3,0% en fin d'année 2008, essentiellement sous l'effet de la distension sur les marchés des matières premières alimentaires.

Depuis juillet 2008, la dynamique des prix des produits manufacturés hors énergie s'est légèrement accentuée tout en restant cependant modérée avec des taux compris entre 0,7% et 1%. Ceci s'explique probablement par des effets indirects des fortes hausses des prix de l'énergie intervenues en début d'année 2008 et ayant une incidence sur les coûts. Le rythme annuel des prix des services, à 2,6%, est resté globalement stable au deuxième semestre 2008 et en début d'année 2009.

Tableau 1

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

	2007	2008	08 T2	08 T3	08 T4	jan-09
IPCH global	2,1	3,3	3,6	3,8	2,3	1,1
Produits alimentaires non transformés	3,0	3,5	3,7	3,9	3,0	2,6
Produits alimentaires transformés	2,8	6,1	6,9	6,7	4,3	2,7
Produits manufacturés hors énergie	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,5
Energie	2,6	10,3	13,6	15,1	2,1	-5,3
Services	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,4
IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie	2,0	2,4	2,5	2,5	2,2	1,8

Source: Eurostat

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en février devrait s'établir autour de 1,2%. Cependant, la ventilation détaillée des composantes de l'IPCH pour le mois de février ne sera publiée que mi-mars.

Les récentes projections des services de la BCE indiquent que la progression moyenne de l'IPCH de la zone euro s'inscrirait dans une fourchette allant de 0,1% à 0,7% en 2009, contre 3,3% en 2008. Pour 2010, le rythme annuel de l'IPCH devrait s'établir entre 0,6% et 1,4%. Les projections d'inflation pour 2009 et 2010 ont été considérablement révisées à la baisse par rapport à celles des services de l'Eurosystème de décembre 2008, en particulier en raison du fort recul des cours des matières premières et de l'incidence baissière de l'affaiblissement de la demande.

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

La zone euro traverse une période de récession plus sévère que celle de 1993. En rythme trimestriel, le PIB en volume s'est replié de 1,5% au quatrième trimestre de 2008, après des baisses de 0,2% lors des deux périodes précédentes. La perte cumulée depuis son sommet au premier trimestre 2008 se chiffre désormais à 1,9%, ce qui ramène le PIB à son niveau du deuxième trimestre 2007. A titre de comparaison, la contraction du volume de production en 1992-1993 avait atteint 1,9% environ sur une année avant que la situation ne se rétablisse progressivement.

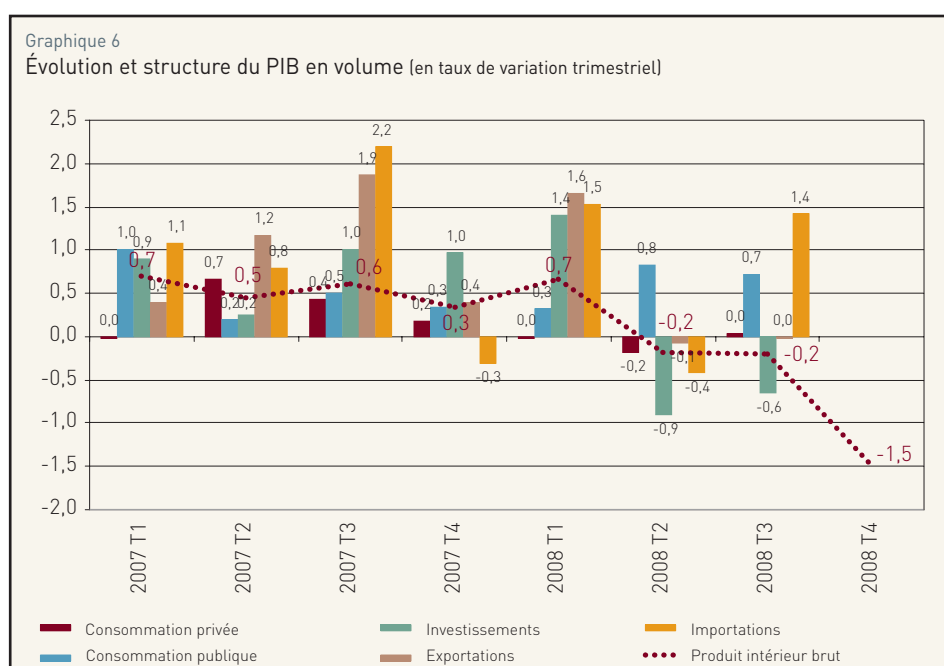
Le recul de l'activité s'est aussi généralisé en fin d'année. Si aux deuxième et troisième trimestres, seulement cinq, respectivement six pays de la zone euro enregistraient un repli du PIB au quatrième trimestre 2008, seuls la Grèce et Chypre affichaient encore une croissance positive². De plus, la moitié des pays pour lesquels les données sont disponibles se trouvait en récession technique.

Les résultats détaillés des comptes nationaux ne sont pas encore disponibles pour le quatrième trimestre 2008. Néanmoins, il semble que le bilan sera une amplification des tendances observées au cours des deux trimestres précédents. Durant cette période, l'effondrement conjoncturel a résulté essentiellement d'une stagnation des exportations et d'un recul des dépenses d'investissements. La progression des importations a fait que le solde extérieur a contribué négativement à la croissance. Au niveau domestique, la consommation privée était en légère baisse, alors que seule la consommation publique affichait une progression nette et continue.

Les facteurs à la base de l'effondrement de la croissance sont multiples. La consommation privée a pâti de l'impact adverse de l'inflation élevée sur le revenu disponible réel des ménages. Il est aussi concevable que les consommateurs aient augmenté leur taux d'épargne au détriment de la consommation, compte-tenu de l'incertitude persistante. L'investissement a subi de plein fouet les facteurs à la base de la crise

2 Les données n'étaient pas encore disponibles pour l'Irlande, le Luxembourg, Malte, la Slovaquie et la Finlande.

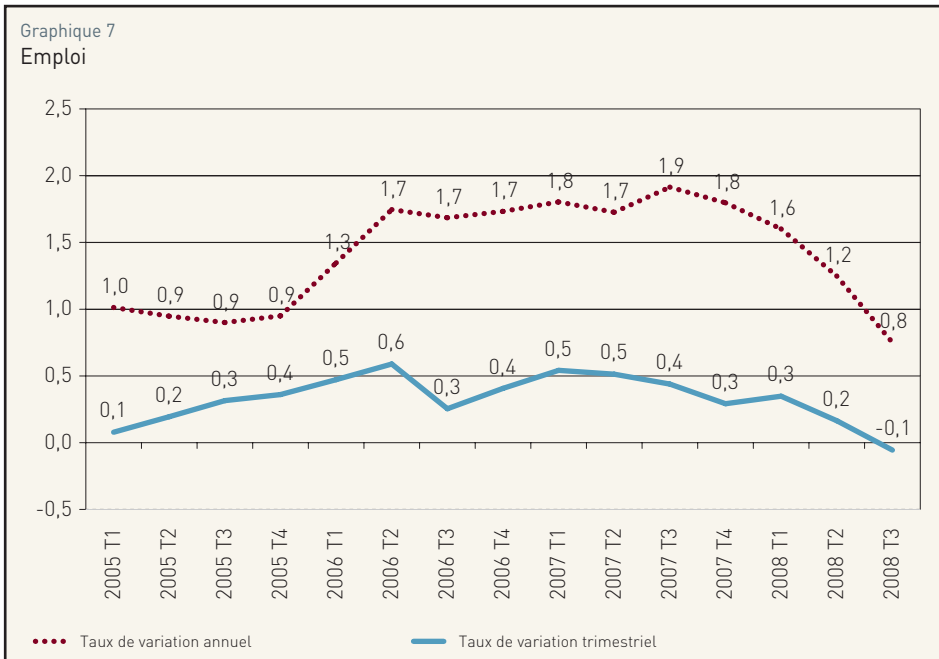
financière. En effet, après plusieurs années d'expansion, le recul de l'investissement résidentiel fait partie du processus d'ajustement des marchés immobiliers dans plusieurs pays de la zone euro. De plus, l'investissement hors construction est impacté par le durcissement des conditions de financement et le ralentissement de la progression de la rentabilité. Finalement, la faiblesse de la demande et l'atténuation des tensions sur les capacités de production ont réduit les besoins en nouveaux équipements. La stagnation des exportations s'est probablement nettement aggravée en fin d'année, en ligne avec le manque de dynamisme du commerce et de l'économie mondiale. En effet, il est apparu que la crise financière s'est diffusée au secteur non-financier et au reste du monde, provoquant ainsi une récession mondiale. Selon le FMI, l'ampleur de cette dernière dépasserait le recul de toutes les récessions observées au cours du demi-siècle passé.



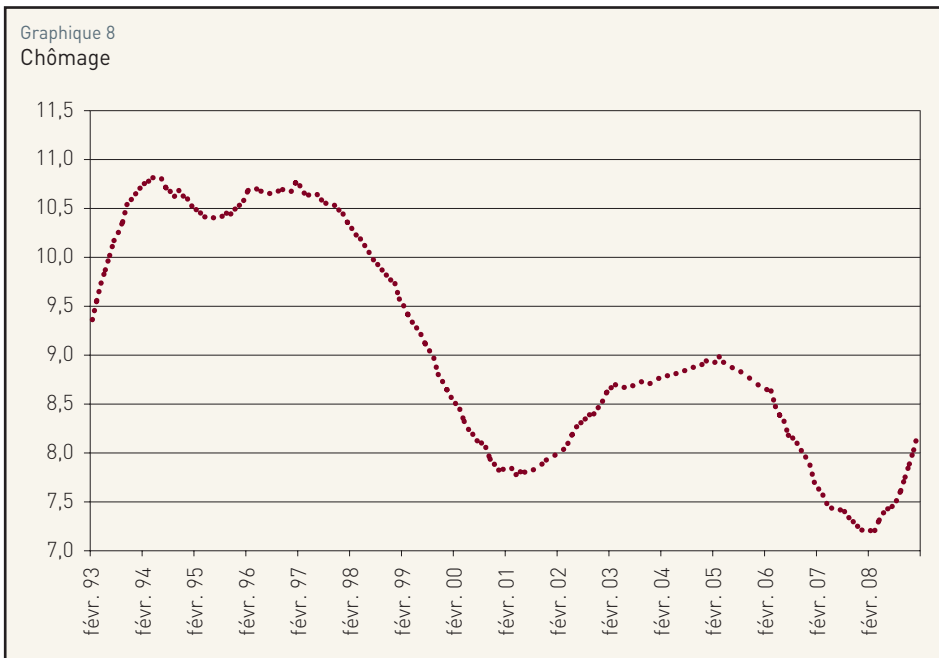
Source : Eurostat

Le marché de l'emploi dans la zone euro se trouve dans une phase de renversement. Selon les dernières données disponibles, l'emploi se serait replié de 0,1% au troisième trimestre 2008; sur un an, la croissance n'aurait été que de 0,8%. Ce recul s'est vraisemblablement accentué davantage au tournant de l'année 2008/2009 dans le sillage de l'effondrement du volume de production, dont particulièrement dans l'industrie. Les perspectives d'emploi ressortant des enquêtes de conjoncture harmonisées de la Commission européenne se sont aussi affichées en baisse jusque février 2009 laissant présager une morosité continue sur le front de l'emploi.

La hausse concomitante du chômage est un autre reflet de la dégradation conjoncturelle. Le taux de chômage, après avoir baissé de 9% en janvier 2005 à 7,2% en fin d'année 2007, s'est en effet remis à progresser depuis le deuxième trimestre 2008 pour atteindre 8,2% en janvier 2009. Au cours des prochains mois il devrait continuer son ascension dans le contexte de la faiblesse de l'activité et d'un emploi qui risque de reculer davantage. La dégradation du marché de l'emploi devrait donc être plus abrupte et plus sévère que lors du ralentissement conjoncturel de 2001-2003. A l'époque, l'emploi dans la zone euro avait stagné pendant plusieurs trimestres sans toutefois baisser et le taux de chômage avait progressé de 1,2pp, de manière graduelle sur une période de plus de 3 ans.



Source : Eurostat



Source : Eurostat

1.8 LES PROJECTIONS POUR LA ZONE EURO

Les dernières prévisions établies par la BCE, la Commission Européenne et le FMI tablent toutes sur une baisse du PIB de la zone euro en 2009 suivi d'une quasi-stabilisation en 2010. La variation moyenne du PIB réel en 2009 serait de l'ordre de -2,0% selon le FMI et la Commission et elle se situerait entre -3,2 et -2,2% selon la BCE. Pour 2010, la croissance moyenne serait de respectivement 0,4% et 0,2% selon la Commission européenne et le FMI et elle se situerait entre -0,7% et 0,7% selon la BCE. Ces projections ont été conduites entre mi-janvier et mi-février et, par rapport aux exercices précédents de mi-novembre 2008, elles ont été fortement revues à la baisse. La révision cumulée sur les années 2009 et 2010 est de l'ordre de 2,2pp pour le FMI et de 3,2pp pour la BCE, une ampleur inégalée depuis l'avènement de la monnaie unique et probablement depuis quelques décennies.

Cet ajustement à la baisse des prévisions de croissance pour la zone euro s'explique en bonne partie par la détérioration massive de la situation économique à la fin de l'année précédente. Sous l'hypothèse d'une stagnation économique en 2009, la croissance s'établirait à -1,3%. En revanche, la tendance baissière avec des taux de variation trimestriels négatifs se poursuivrait au début de l'année et une stabilisation, voire un redressement graduel n'est anticipé que vers la fin 2009 ou au début de l'année 2010. Comparée aux récessions de 1993 et de 2002-2003, celle que nous vivons actuellement serait donc plus sévère, aussi bien en termes de durée que dans son amplitude. La période de récession dépasserait quatre trimestres et la perte de production entre le sommet et le creux cyclique pourrait se chiffrer à plus de 3,5%, soit presque le double de la récession de 1993.

Cette dégradation massive de la conjoncture est aussi générale, englobant à la fois un affaissement des exportations que de la demande domestique. Ainsi, pour 2009, les services de la BCE projettent une variation négative pour toutes les composantes du PIB, hormis la consommation publique. La situation se redresserait graduellement en 2010, pourvu que les politiques fiscales et monétaires expansionnistes, aussi bien dans la zone euro que dans le reste du monde, aient les effets attendus. Ce redressement serait porté par une reprise des exportations, le rétablissement du bon fonctionnement du système financier ainsi que la stabilisation des marchés immobiliers. Si le point central des fourchettes de projections devient marginalement positif en 2010 pour toutes les composantes à l'exception de la formation brute de capital, la borne inférieure demeure toutefois négative, hormis pour la consommation publique. Ainsi, on ne peut exclure le scénario où plusieurs composantes du PIB fléchiraient sur deux années consécutives.

La consommation privée enregistrerait une baisse en glissement annuel comprise entre -1,2% et -0,2% en 2009 et une variation entre -0,4% et 1,0% en 2010. La consommation publique se placerait quant à elle sur un sentier de croissance modéré s'inscrivant dans une fourchette comprise entre 1,3% et 2,1% en 2009 et entre 1,1% et 1,9% en 2010. Enfin, la progression de la formation brute de capital fixe exercerait un effet pénalisant sur l'activité économique, avec un taux de variation annuel compris dans un intervalle de -8,6% à -5,8% en 2009 et de -4,3% à -0,3% en 2010. Cette évolution nettement défavorable proviendrait de la faiblesse de la demande mondiale et de l'incertitude particulièrement élevée. A cela s'ajoute la baisse de l'investissement résidentiel dans certains pays de la zone euro confrontés à un ajustement du marché de l'immobilier. Sous l'effet du ralentissement au plan mondial du commerce et de l'économie, les exportations afficheraient le recul le plus conséquent en 2009. Leur taux de variation s'établirait entre -9,7% et -6,9%, pour se redresser et atteindre un niveau compris entre -0,9% et 1,9% en 2010.

Tableau 2
Projections macroéconomiques pour la zone euro

	2008	2009	2010
PIB réel - Commission européenne	0,9	-1,9	0,4
PIB réel - FMI	1,0	-2,0	0,2
Projections de la BCE			
PIB réel	0,8	-3,2 - -2,2	-0,7 - 0,7
Consommation privée	0,5	-1,2 - -0,2	-0,4 - 1,0
Consommation publique	2,1	1,3 - 2,1	1,1 - 1,9
Investissements	0,3	-8,6 - -5,8	-4,3 - -0,3
Exportations	1,8	-9,7 - -6,9	-0,9 - 1,9
Importations	1,8	-8,0 - -5,0	-1,6 - 2,6

Sources : Commission européenne, BCE, FMI

Le FMI et la Commission européenne estimaient que les risques entourant leurs projections de croissance étaient particulièrement élevés et orientés à la baisse. Pour ce qui est du scénario de la BCE, plus récent et moins favorable, le Conseil des gouverneurs estime que les risques apparaissent plus équilibrés. D'une part, l'effet positif provenant des mesures de relance économique de grande ampleur qui ont été engagées pourrait être sous-estimé. D'autre part, les turbulences observées sur les marchés de capitaux pourraient exercer une incidence plus négative que prévu sur l'économie réelle. Les risques à la baisse découlent également d'une possible apparition et intensification de pressions protectionnistes et de perturbations résultant d'une correction brutale des déséquilibres mondiaux.

1.9 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

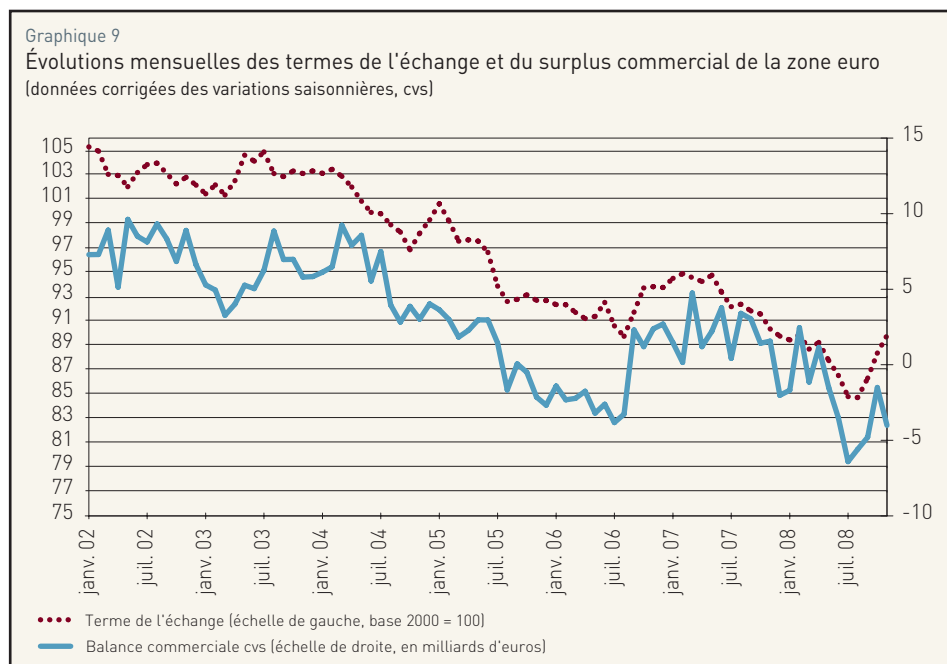
Dans un contexte de ralentissement marqué de l'économie mondiale, les exportations de la zone euro se sont réduites de 2% au second semestre par rapport au premier semestre de 2008. Sur une base trimestrielle, le recul des exportations a été plus prononcé (-5%) au quatrième trimestre 2008 en comparaison avec le troisième trimestre (-2%). Sur toute l'année 2008, les exportations n'ont progressé qu'au deuxième trimestre 2008 où elles ont augmenté de 5% sur une base trimestrielle, après avoir reculé de 2% au premier trimestre. L'évolution des indices de volume montrent également que les exportations sont en recul régulier depuis le second trimestre 2008, avec une chute brutale de -6% au quatrième trimestre (voir graphique). S'agissant des prix à l'exportation, l'indice des valeurs unitaires affiche une croissance positive sur chaque trimestre 2008 (+0,8% en moyenne). Cette hausse atteint 2,4% sur les onze³ premiers mois de 2008 par rapport à la même période de 2007. Compte tenu des évolutions ci-dessus, les exportations de la zone euro se sont établies en valeur nominale à 1 557 milliards d'euros sur toute l'année 2008, soit une hausse de 4% par rapport à l'année 2007. Cette progression annuelle reste néanmoins largement en dessous de celles enregistrées en 2007 (+8,6%) et en 2006 (+11,7%).

S'agissant des importations de la zone euro, elles se sont légèrement réduites en valeur de 0,5% au second semestre de 2008 par rapport au premier semestre de 2008. Les données trimestrielles montrent que le recul des importations n'est intervenu qu'au quatrième trimestre 2008 (-7% sur une base trimestrielle), alors qu'elles avaient affiché une croissance positive sur chacun des trois premiers trimestres 2008. L'évolution des indices de volume indique par contre une baisse régulière des importations à partir du deuxième trimestre de 2008 (-1,2% en moyenne trimestrielle, voir graphique). Cette baisse atteint 4% au quatrième trimestre de 2008 par rapport au trimestre précédent. S'agissant des prix à l'importation, l'indice des valeurs unitaires était en hausse régulière sur les trois premiers trimestres 2008 (+3% en moyenne), mais s'est contracté de 3% au dernier trimestre. La hausse observée sur les trois premiers trimestres est due essentiellement à une forte augmentation du prix du pétrole⁴ sur cette période. Au vu des évolutions dans les volumes et les prix, les

³ A la date d'arrêt de ce Bulletin, les données de décembre 2008 n'étaient pas disponibles.

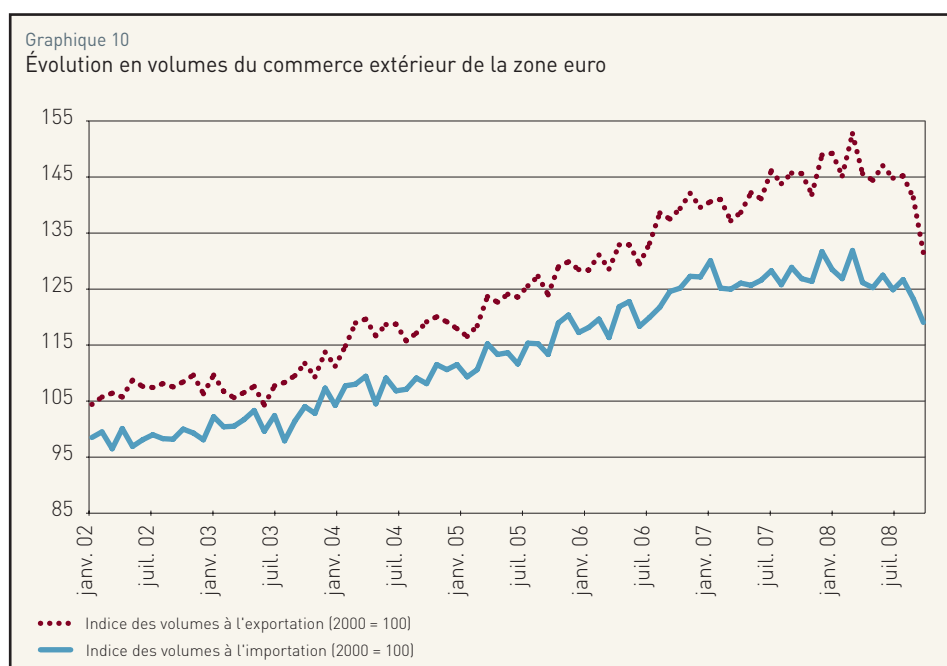
⁴ Le cours du Brent s'est établi à 111 USD en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2008, contre 67 USD sur la même période de 2007.

importations de la zone euro se sont établies en valeur nominale à 1 589 milliards d'euros sur toute l'année 2008, soit une hausse de 7% par rapport à l'année 2007. Cette progression annuelle reste au dessus de celle enregistrée en 2007 (+6%) mais en dessous de celle de 2006 (+14%).



Source : Eurostat

8,7% dans les valeurs unitaires à l'importation ayant largement dépassé celle (+2,4%) des valeurs unitaires à l'exportation (voir graphique).



Source : Eurostat

Compte tenu des évolutions dans les exportations et dans les importations de biens, le commerce extérieur de la zone euro s'est soldé par un déficit de 32 milliards d'euros sur toute l'année 2008 comparé à un excédent de 16 milliards en 2007. Par ailleurs, à l'exception du second trimestre où le solde a été presque nul, le commerce extérieur a enregistré un déficit pour chaque trimestre de 2008, le déficit le plus lourd (-16 milliards d'euros) ayant été enregistré au troisième trimestre 2008. Le retournement du solde commercial est donc survenu dès le premier trimestre 2008. Cette importante détérioration s'explique essentiellement par une évolution défavorable des termes de l'échange sur toute l'année 2008, la hausse de

La répartition du solde commercial par principales catégories de biens montre que le déficit dans l'énergie a fortement grimpé (+21%) en atteignant 282 milliards d'euros sur toute l'année 2008. En revanche, le déficit dans les autres matières premières (hors énergie) s'est légèrement contracté de 3% à 35 milliards d'euros. Concernant les échanges de produits pour lesquels la zone euro réalise habituellement un solde positif, l'excédent dans le commerce des machines et véhicules s'est contracté de 2% à 177 milliards d'euros sur toute l'année 2008. Cette contraction est survenue essentiellement au dernier trimestre de 2008. Le surplus sur les produits chimiques est quant à lui resté stable à 86 milliards d'euros sur toute l'année 2008.

La ventilation du solde commercial par principaux partenaires montre une contraction des excédents avec le Royaume-Uni (-7% à 53 milliards d'euros) et avec les États-Unis (-22% à 49 milliards). Dans l'ensemble seuls les excédents à l'égard de la Turquie (10 milliards d'euros), de la Roumanie (10 milliards) et de la Suisse (16 milliards) ont affiché une croissance positive en 2008. Les déficits commerciaux les plus lourds ont concerné les échanges avec la Chine (+6% à 118 milliards d'euros), les pays membres de l'OPEP (+50% à 51 milliards), la Russie (+15% à 35 milliards) ainsi que la Norvège (+45% à 29 milliards).

1.10 LA BALANCE DES PAIEMENTS

Le compte courant de la zone euro s'est soldé par un déficit de 61 milliards d'euros sur toute l'année 2008 comparé à un surplus de 38 milliards en 2007. Les données trimestrielles montrent que la zone euro a enregistré un solde courant négatif pour chacun de quatre trimestres de 2008, le déficit trimestriel le plus lourd (25 milliards d'euros) ayant été enregistré au deuxième trimestre 2008. Cette dégradation est consécutive à une détérioration de tous les principaux soldes de la balance courante.

Le solde commercial, qui d'habitude apporte une contribution positive à la balance courante, s'est retourné dès le premier trimestre 2008, avec l'apparition d'un déficit de 1,5 milliard d'euros, comparé à un excédent de 9 milliards au premier trimestre de 2007. Même si la zone euro a dégagé un surplus de 8 milliards d'euros au second trimestre 2008 (contre 20 milliards au même trimestre de 2007), les échanges de biens ont continué à se détériorer au second semestre de 2008, suite à une croissance plus importante des importations que celle des exportations (cf. section 1.1.9 ci-dessus).

S'agissant du solde des revenus, les taux de rendement relativement élevés dans la zone euro (Cf. section 1.1.3 ci-dessus) ont occasionné un retournement de leur solde qui est passé d'un excédent de 11 milliards d'euros en 2007 à un déficit de 19 milliards en 2008. La hausse de 9% dans le déficit des transferts courants, qui a atteint un niveau record de 91 milliards d'euros en 2008, s'explique largement par l'aide au développement et par les contributions aux institutions internationales. La balance courante de la zone euro a finalement subi une évolution défavorable dans le solde des services dont le surplus s'est contracté de 5% pour s'établir à 50 milliards d'euros en 2008.

Dans le compte financier, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 205 milliards d'euros sur toute l'année 2008 contre 29 milliards en 2007. Cette évolution positive est consécutive d'une part aux ventes nettes de titres par les résidents de la zone euro et d'autre part à une hausse des engagements de l'Eurosystème.

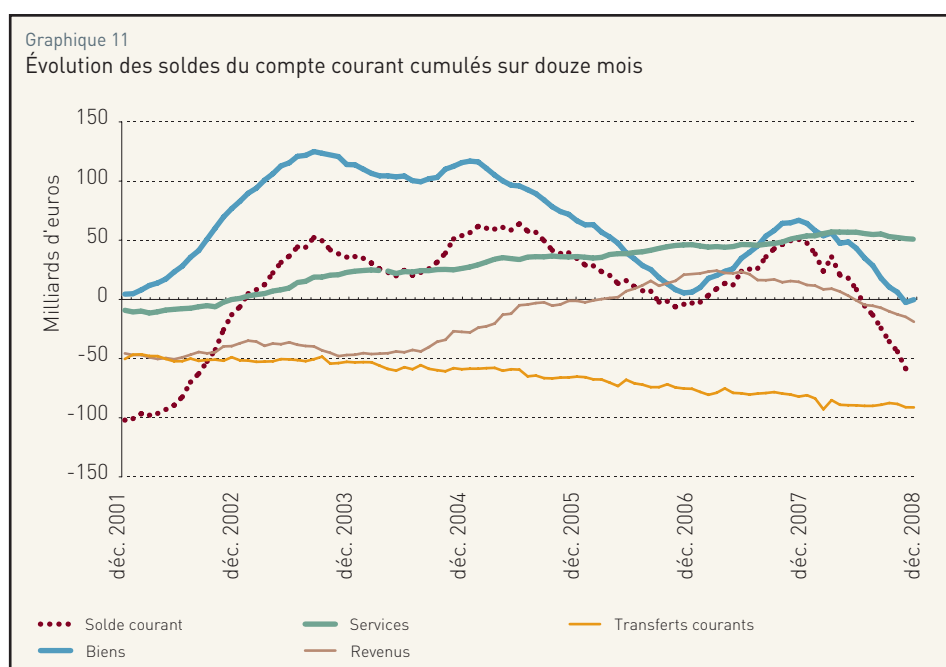
A la suite de la crise financière, le comportement des investisseurs (résidents et non-résidents) s'est caractérisé par une grande méfiance à l'égard des titres étrangers, ce qui s'est traduit par une réduction de leurs placements en titres étrangers. Ainsi, s'agissant des transactions sur titres de participations, les résidents ont vendu massivement les actions étrangères, notamment aux premier, troisième et quatrième trimestres 2008, occasionnant des entrées de 129 milliards d'euros. En même temps, les non-résidents ont désinvesti dans les actions de la zone euro, à concurrence de 62 milliards d'euros sur toute l'année 2008. Au total, les rapatriements des fonds par les résidents ayant dépassé ceux des non-résidents, la zone euro a enregistré des entrées nettes de 67 milliards sur actions.

Dans les titres de dette, les résidents ont réduit considérablement leurs placements dans les obligations étrangères qui ont même subi des ventes nettes (55 milliards) au quatrième trimestre de 2008. En considérant l'année 2008 dans son ensemble, les résidents ont placé 94 milliards d'euros dans les obligations étrangères, un montant toutefois en forte baisse par rapport aux 283 milliards enregistrés en 2007. Les résidents de la zone euro ont également réduit (essentiellement entre

septembre et octobre 2008, au plus fort de la crise) leurs investissements dans les instruments du marché monétaire étrangers (5 milliards au total en 2008 contre 76 milliards en 2007). S'agissant du comportement des non-résidents face aux titres de dette émis par la zone euro, il s'est caractérisé par une réduction des placements dans les obligations (dont les entrées sont passées de 446 milliards en 2007 à 282 milliards en 2008) et par une hausse des investissements dans les instruments du marché monétaire (162 milliards en 2008 contre 36 milliards en 2007). Au total, les entrées nettes sur investissements de portefeuille sont restées à un niveau élevé en 2008 (412 milliards contre 138 milliards en 2007), principalement en raison de ventes nettes d'actions et d'achats moindres de titres de créance étrangers par les résidents.

Les flux d'autres investissements (crédits et dépôts classiques) se sont caractérisés par des entrées nettes de 95 milliards d'euros en 2008 (contre 41 milliards en 2007). Cette évolution s'explique par une hausse des engagements nets de l'Eurosystème (de 69 milliards en 2007 à 287 milliards en 2008), dans la mesure où les autres institutions financières monétaires et les autres secteurs ont enregistré des sorties nettes.

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille et d'autres investissements ont été partiellement compensées par les sorties nettes d'investissements directs et de produits financiers dérivés, dans une moindre mesure. La progression des sorties nettes d'investissements directs (284 milliards en 2008 contre 90 milliards en 2007) est due au fait que la chute des investissements étrangers dans la zone euro a largement dépassé la baisse des investissements de la zone euro à l'étranger.



Source : BCE

2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

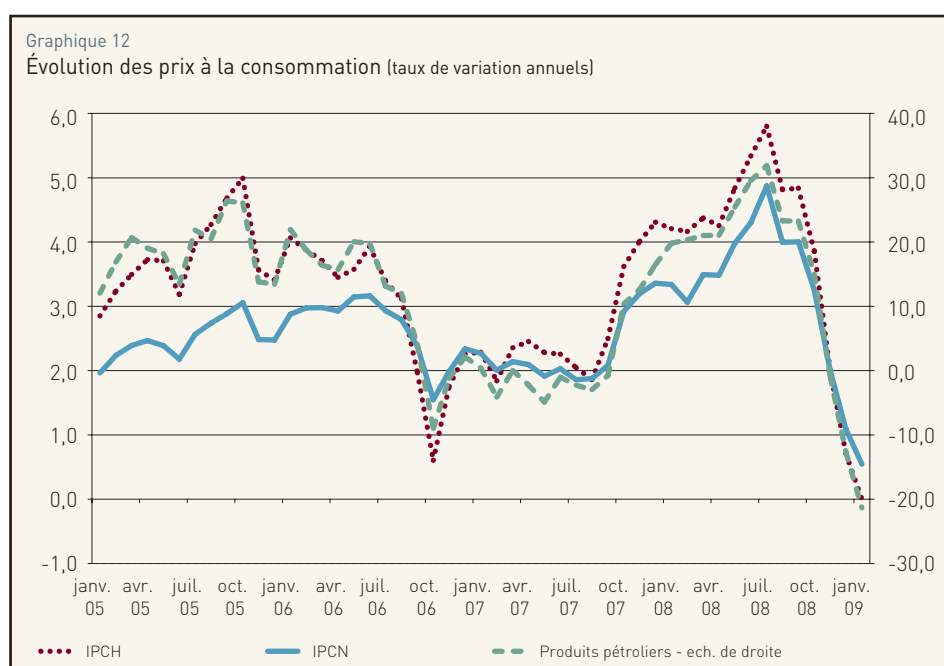
2.1 L'ÉVOLUTION DES PRIX ET DES COÛTS

2.1.1 Les prix à la consommation et projections d'inflation

Depuis août 2008, l'inflation a reculé de manière remarquable au Luxembourg. Le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) est revenu à 1,1 % en décembre 2008 et à 0,6 % en janvier 2009, après avoir affiché avec 4,9 % en juillet un pic historique depuis l'introduction de la série en 1995. En moyenne annuelle par contre, l'inflation s'est établie à 3,4 % en 2008, son niveau le plus élevé depuis 1993 et en forte accélération par rapport au 2,3 % observé en 2007.

La modération récente de l'inflation a résulté du fléchissement des taux de progression annuels des prix des produits pétroliers et des produits alimentaires. En effet, alors que la variation annuelle des prix des produits pétroliers était de 30 % vers la mi-2008, elle est devenue négative à partir de novembre 2008 pour tomber à -21,3 % en janvier 2009. Parallèlement, la hausse des prix de l'alimentation en rythme annuel a reculé à 2,9 % en janvier 2009 contre 5,9 % en juillet 2008.

La tendance globalement haussière observée depuis début 2005 du rythme annuel de l'IPCN hors produits pétroliers s'est renversée, comme en témoigne le recul du taux annuel de 3,0 % en juillet à respectivement 2,3 % en janvier 2009.



Source : Statec

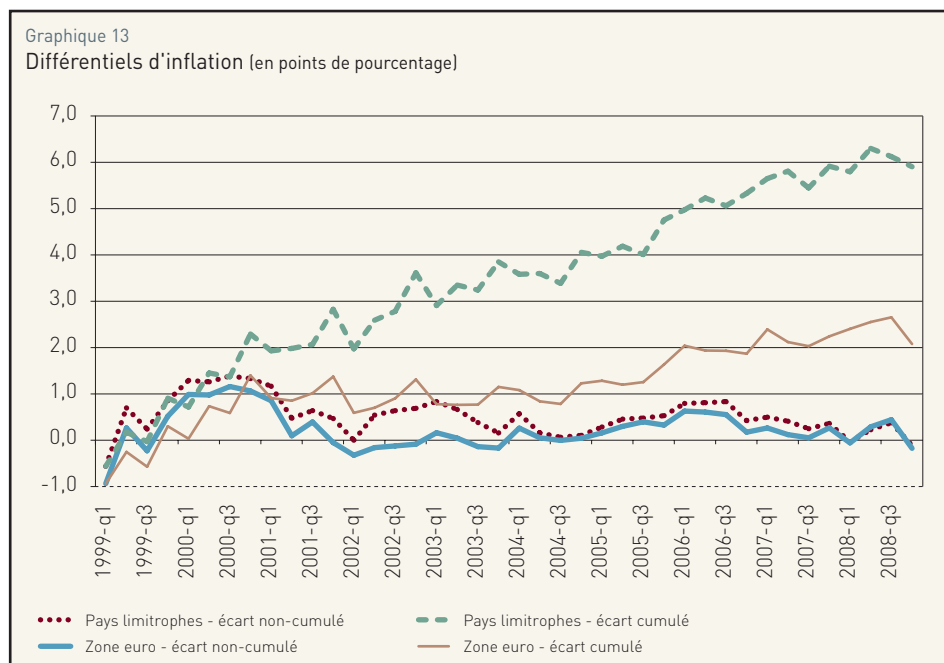
Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, le paiement effectif de la tranche indiciaire automatique échue en juin 2008 a été reporté au 1^{er} mars 2009.

L'inflation annuelle du Luxembourg mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est ressortie à 0,7 % en décembre 2008 et à 0,0 % en janvier 2009, après avoir atteint un pic de 5,8 % en juillet. Sa baisse a été plus rapide que celle enregistrée par l'IPCN et son taux d'inflation est désormais inférieur à celui recensé par l'IPCN. Ce renversement de situation s'explique par la forte baisse des produits pétroliers, la principale cause du fléchissement de l'inflation globale et qui ont une pondération relativement plus importante dans l'IPCH que dans l'IPCN.

Le graphique suivant indique que les écarts d'inflation non cumulés du Luxembourg par rapport à la zone euro et par rapport aux pays limitrophes⁵ sont redevenus légèrement favorables au quatrième trimestre 2008

⁵ L'indice des prix à la consommation national (IPCN) a été utilisé pour le Luxembourg, l'inflation dans la zone euro et des pays limitrophes a été mesurée par l'IPCH.

avec respectivement -0,2 et -0,1 point de pourcentage, après 0,4 point de pourcentage pour ces deux zones géographiques au troisième trimestre 2008. Les différentiels défavorables cumulés sur la période allant du début de la phase III de l'UEM en 1999 au quatrième trimestre 2008, ont atteint respectivement 2,1 points de pourcentage par rapport à la zone euro et 5,9 points de pourcentage par rapport aux pays limitrophes.



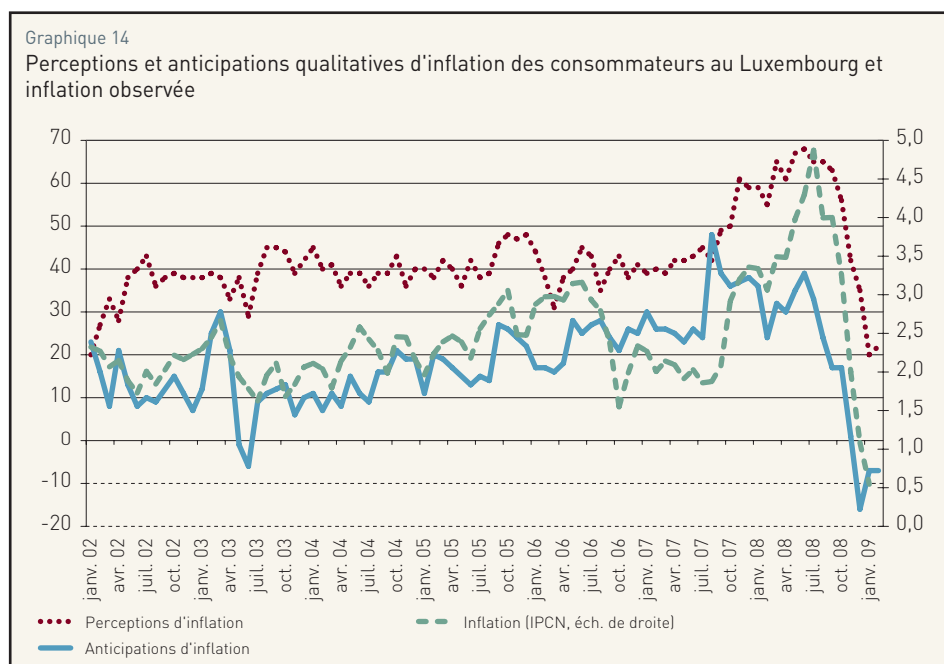
Source : Statec, Eurostat, calcul BCL

Les perceptions qualitatives d'inflation des ménages recensées par l'enquête de la BCL auprès des consommateurs⁶, ont fortement diminué depuis août 2008 pour atteindre au mois de janvier 2009 le niveau le plus bas observé depuis la compilation de la série. Cette tendance des perceptions est en accord avec la forte chute de l'inflation globale recensée. Les anticipations d'inflation des consommateurs, relatives aux douze prochains mois, ont également fortement reculé pour atteindre un nouveau creux historique au mois de décembre 2008. Même si elles ont été suivies d'un léger rebond en début d'année 2009, les anticipations d'inflation des consommateurs restent à un niveau très bas.

Projections d'inflation

Hypothèses

Mi-février, l'euro cotait aux environs de 1,29 USD/EUR, soit environ au même niveau que lors des projections datant de décembre 2008⁷. Le prix du Brent s'est quant à lui établi au même moment autour de 45\$/bl et les marchés à terme anticipent une reprise graduelle du prix à un niveau proche de 54\$/bl jusque fin 2009. En moyenne, le prix du pétrole exprimé en dollar baisserait de moitié en 2009 par rapport à 2008. En revanche, en raison de la dépréciation de l'euro par rapport à la devise américaine, la baisse du



Source : BCL, Statec

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

7 Voir BCL, Bulletin 2008/2, pp.27-30.

prix exprimé en euros est ramenée à 42%. Par rapport à l'exercice de décembre, les hypothèses relatives au prix du pétrole exprimé en euros ont été revues à la baisse, en moyenne de 25%. Le tableau suivant reprend le détail des hypothèses.

Tableau 3
Hypothèses sous-jacentes aux prévisions d'inflation

	2007	2008	2009	08-T4	09-T1	09-T2	09-T3	09-T4
Prix du pétrole (brent) en \$	72,7	98,0	49,3	57,2	45,1	47,8	51,0	53,2
Taux de change \$/€	1,37	1,47	1,29	1,32	1,30	1,29	1,29	1,29
Prix du pétrole en € (en % de var. ann.)	1,4	24,5	-41,9	-29,2	-46,1	-52,6	-48,3	-5,0


Source : BCL

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

Après avoir culminé en mi-2008 à des niveaux qui n'ont plus été observés depuis 2001, l'inflation, à l'exclusion de l'énergie, s'est inscrite à la baisse. En ce qui concerne la version IPCN, elle est passée de 3,0% en juillet 2008 à 2,2% en janvier 2009, essentiellement grâce à des effets de base favorables liés à la disparation du choc sur les prix des biens alimentaires du calcul des taux de variation annuels. Les taux d'inflation des prix des services et des biens industriels non-énergétiques sont pour leur part restés pratiquement stables au cours de cette période.

La tendance baissière devrait aussi se poursuivre au cours des prochains mois. Au début, elle résultera à nouveau exclusivement du recul de l'inflation des biens alimentaires traités. En effet, le scénario de base s'appuie sur l'hypothèse que le choc des prix des matières premières agricoles se dissipe progressivement. Un indice composite de ces prix, reprenant entre autres le blé et le lait, indique que le niveau des prix a baissé fortement depuis ses niveaux maxima observés en début d'année 2008. Même si, sur base des prix des futures qui sont traités sur les indices sous-jacents, les prix devaient à nouveau remonter, ils ne dépasseraient pas leurs niveaux de début 2008, impliquant que l'impact sur les prix à la consommation devrait être dorénavant limité.

A un horizon plus lointain, le recul de l'inflation se généraliserait davantage et engloberait aussi un ralentissement des autres composantes de l'IPC. Plusieurs facteurs inflationnistes se sont en effet abrupement effacés avec le renversement de la situation conjoncturelle. La baisse de plus de 65% du prix du pétrole depuis ses sommets en juillet, engendrera des effets indirects favorables, d'abord via un recul des prix à la production industrielle et ultérieurement, via un ralentissement des prix des biens à la consommation. La baisse des coûts de production sera aussi accompagnée d'un ralentissement, voire d'une contraction de la demande. La zone euro a connu un scénario bien pire qu'anticipé et traverse actuellement une récession qui s'annonce plus sévère que celle de 1993. L'effondrement des commandes et le recul de la production ont pris une ampleur telle que les effets sur le marché de l'emploi se sont manifestés par un gonflement massif du chômage partiel. Une stagnation de l'emploi et une hausse concomitante du chômage freineront la progression des salaires, entraînant par ce biais une modération supplémentaire des coûts de production. En ce qui concerne l'inflation frappant les biens de consommation importés, celle-ci est susceptible de baisser fortement en 2009, atteignant des niveaux qui n'ont pas encore été observés depuis l'avènement de la monnaie unique. Selon les dernières projections de l'Eurosystème, l'inflation annuelle moyenne dans la zone euro a été revue à la baisse et devrait s'établir entre 0,1 et 0,7% en 2009 et entre 0,6 et 1,4% en 2010 contre 3,3% en 2008.



L'inflation des services au Luxembourg caracole à un taux autour de 2,8% et même si une décélération supplémentaire semble possible, elle serait toutefois limitée. En dépit de la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires, l'échelle mobile des salaires évolue chaque mois à un taux annuel de 2,5%, ce qui empêche un repli plus conséquent de l'inflation des prix des services⁸.

Résultats

Conditionnellement aux hypothèses précitées du prix du pétrole en euros, le scénario favorable de la désinflation des produits énergétiques va se poursuivre au cours des prochains mois. Le niveau des prix aurait déjà atteint son niveau plancher en janvier 2009, mais, en raison des effets de base, le recul des taux de variation annuel s'accroîtrait encore jusqu'en juillet 2009, avoisinant alors des taux de -27%, pour se renverser par la suite. La remontée subséquente du taux d'inflation serait également rapide et, fin 2009, l'inflation pourrait à nouveau être positive dans le sillage de la remontée des prix du pétrole telle qu'anticipée. Dès lors, la contribution des produits énergétiques à l'inflation globale, jadis positive et neutre au quatrième trimestre 2008, se transformera en une contribution négative, de l'ordre de -2,0pp aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2009 (voir graphique). En moyenne, l'inflation de l'IPC énergie s'élèverait à -18% sur l'ensemble de l'année, le taux le plus bas observé depuis plus de vingt ans. Par rapport à l'exercice de décembre, les projections relatives à l'inflation des produits énergétiques ont été fortement revues à la baisse, en ligne avec les ajustements des hypothèses techniques.

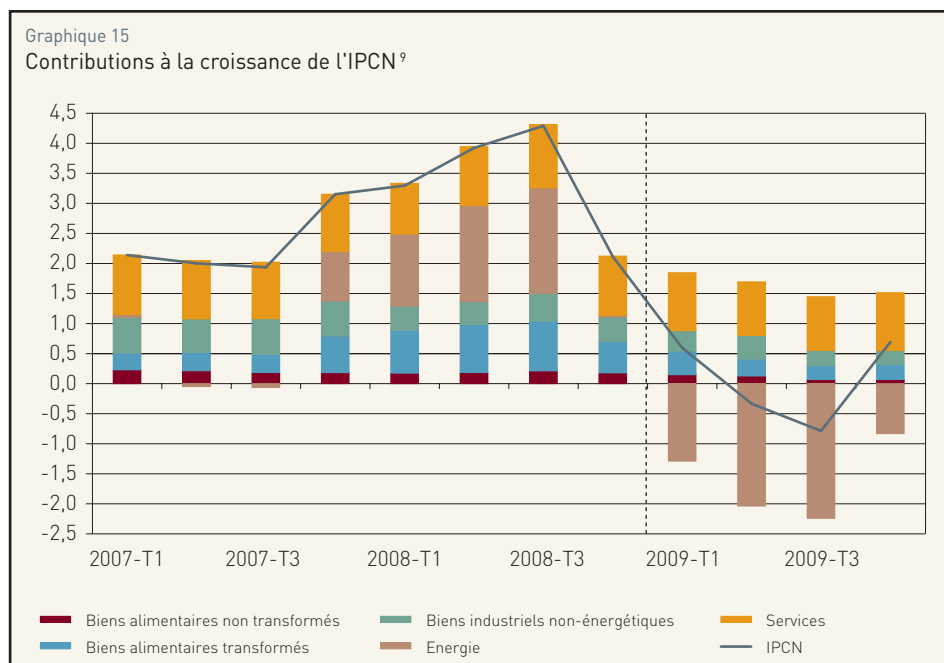
En ce qui concerne l'inflation à l'exclusion de l'énergie, le scénario anticipé dans nos projections antérieures a été légèrement adapté à la baisse. Cette révision s'insère dans le contexte de la baisse du prix du pétrole et de la récession dans la zone euro qui entraînent une modération des pressions à la hausse sur les prix, provenant à la fois de l'offre et de la demande. En moyenne, le taux d'inflation pourrait baisser de 2,5% au deuxième semestre 2008 à 2,0% au premier semestre 2009 pour tomber autour de 1,6% en fin d'année 2009, soit proches des taux observés au début de l'année 2005.

Après un taux de 4,9% en juillet 2008, l'inflation mesurée par l'IPC global était tombée à 0,6% en janvier 2009. Même si une brève remontée de l'inflation est prévue pour le mois de février, le recul de l'inflation va se poursuivre de manière ininterrompue jusqu'en juillet 2009. L'inflation de l'IPC devrait devenir négative en mai, atteignant son creux à -1,3% en juillet et resterait négative jusqu'en octobre. Sur la base de nos projections actuelle, le Luxembourg devrait connaître des taux d'inflation négatifs durant respectivement 6 (sur base de l'IPC) et 8 (sur base de l'IPCH) mois. A la fin de l'horizon de projection par contre, elle pourrait remonter abruptement à un taux autour de 1,6%. Ce rebond de l'inflation, tout comme la baisse qui le précède, sont toutefois à relativiser puisqu'ils résultent largement d'un facteur technique commun, en l'occurrence les effets de base liés au profile de l'IPC énergie. Il est important de signaler que ce scénario de baisse d'inflation globale a ses origines dans un ralentissement général des prix liés à deux facteurs. D'une part, on assiste à la dissipation simultanée des deux chocs qui ont nourri l'inflation au cours de l'année précédente, en l'occurrence les prix des biens alimentaires et le prix du pétrole. D'autre part, le scénario conjoncturel s'est dégradé au point qu'il est de nature à favoriser une évolution plus clémente des prix à la consommation.

En moyenne, l'inflation globale baisserait fortement en 2009 pour s'établir à respectivement 0,1% pour l'IPC et -0,4% pour l'IPCH. En raison des pondérations différentes, ce dernier réagit en effet davantage à la forte désinflation des produits énergétiques. La situation de très faible inflation semble comparable à celle des années 1986 et 1987, lorsque, dans le contexte du contre-choc pétrolier, l'inflation avait avoisiné des taux annuels moyens de respectivement 0,3 et -0,1%.

⁸ Voir aussi « L'effet d'auto-allumage de l'inflation via l'indexation automatique des salaires? » dans BCL, Rapport Annuel 2007, pp. 38-40

L'impact des mesures gouvernementales sur l'inflation devrait rester identique en 2009 par rapport à 2008. D'une part, le gouvernement central vise à contenir les ajustements de la taxation indirecte et les hausses des prix administrés. Ainsi, en excluant l'électricité, les prix administrés ont, avec 1,2% sur base annuelle, progressé de manière fort modérée en janvier 2009. Mais, d'autre part, la stabilisation de la contribution des mesures gouvernementales résulte de la hausse d'environ 10% des prix de l'électricité telle qu'observée au début de l'année 2009, et des ajustements projetés du prix du tabac. Ceux-ci ne sont en effet guère sensibles à la dégradation conjoncturelle.



Source : Statec, projections BCL

Tableau 4

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

	2008	2009	2008-2 ^e sem	2009-1 ^{er} sem	2009-2 ^e sem
IPCN	3,4 [-0,1]	0,1 [-1,1]	3,2 [-0,1]	0,2 [-1,1]	0,0 [-1,1]
IPCN hors énergie	2,5	1,8 [-0,1]	2,5	2,0 [-0,1]	1,6 [-0,1]
IPCH	4,1 [-0,1]	-0,4 [-1,4]	3,7 [-0,2]	-0,4 [-1,4]	-0,3 [-1,3]
IPCH énergie	12 [-1]	-18 [-11]	8,3 [-1]	-20 [-11]	-17 [-10]
IPCH hors énergie	3,0	2,3	3,0	2,5 [-0,1]	2,1
Impact des mesures gouvernementales ¹⁰ sur l'IPCN, en pp	0,4	0,4 [-0,1]			
Impact des mesures gouvernementales sur l'IPCH, en pp	0,9	0,8 [-0,1]			

Source : BCL

Conformément aux dispositions de la loi du 27 juin 2006 adaptant certaines modalités d'application de l'échelle mobile des salaires, le paiement de la tranche indiciaire échue en juin 2008 a été reporté à mars 2009. Sur base de nos projections, le dépassement de la cote d'échéance actuellement en vigueur n'est pas prévu pour 2009. En prolongeant les projections décrites ci-dessus pour 2010, il paraît vraisemblable que l'échéance de la prochaine tranche indiciaire, anticipée pour mars lors de l'exercice de décembre 2008, serait reportée au quatrième trimestre de 2010. La poursuite de la détente de l'inflation globale, en termes de moyennes annuelles, favoriserait une modération importante des coûts salariaux et soutiendrait parallèlement le pouvoir d'achat réel des ménages dans un contexte conjoncturel qui s'annonce difficile.

9 Indices calculés selon les définitions de Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.

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

2.1.2 Les prix à la production industrielle

La progression des prix à la production industrielle a accéléré aux deuxième et troisième trimestres de l'année 2008. Au niveau sectoriel, il apparaît que la hausse a été particulièrement forte pour les prix à la production de biens énergétiques et, dans une bien moindre mesure, intermédiaires. La progression des prix à la production est apparue en revanche modérée dans les secteurs des biens d'équipement et de consommation.

Tableau 5

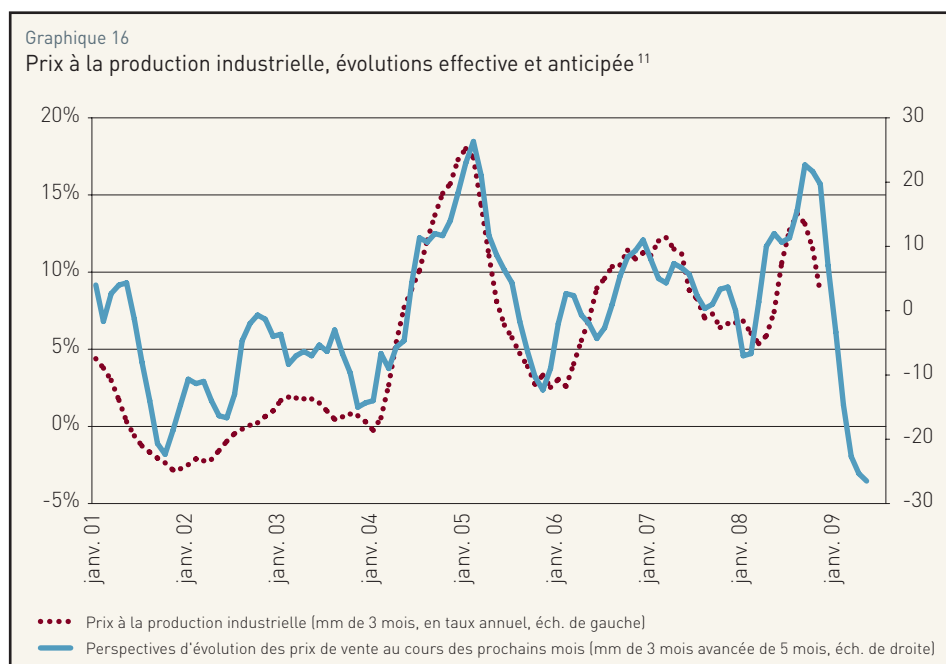
Prix à la production industrielle (en variation par rapport à la période précédente)

	2006	2007	2008	2008-T2	2008-T3	2008-T4
Ensemble des produits Industriels	7,7	9,1	9,0	3,8	5,8	-2,9
Biens intermédiaires	8,8	12,5	9,3	4,5	6,6	-4,2
Biens d'équipement	0,9	5,0	5,8	1,6	0,8	1,5
Biens de consommation	1,2	0,5	2,5	0,9	1,1	0,8
Biens énergétiques	19,8	0,1	18,1	3,5	10,6	-0,9

Source : STATEC

Les dernières données disponibles concernent le mois de décembre 2008. Elles montrent que les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont reculé au quatrième trimestre 2008, après avoir fortement progressé au cours des deux trimestres précédents. Un profil analogue est observé pour les prix à la production dans les secteurs des biens intermédiaires et énergétiques. Ces résultats s'expliquent par les baisses enregistrées par les prix dans ces secteurs au cours des deux derniers mois de l'année. Ces dernières évolutions de court terme des prix à la production sont aussi observées au niveau de la zone euro. Selon Eurostat, les prix à la production pour l'ensemble des produits industriels ont enregistré en décembre leur cinquième repli consécutif.

Enfin, les résultats des enquêtes de conjoncture harmonisées semblent indiquer une poursuite de la baisse du taux de variation annuel de l'indice global au Luxembourg (voir graphique). Le solde d'opinion relatif aux perspectives d'évolution des prix, qui avait atteint un sommet en juillet 2008, demeure défavorablement orienté.



Source : Eurostat, calcul BCL

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

2.2 L'INDUSTRIE

La production par jour ouvrable (ppjo) n'enregistre qu'un très faible repli sur les onze premiers mois de l'année 2008 par rapport à la même période de l'année précédente (-2,5%). Ce développement prolonge et accentue la phase de très faible croissance observée en 2007. Le chiffre d'affaires et la valeur de la production affichent encore des taux de progression confortables sur les onze premiers mois de l'année. Cette dynamique est entièrement imputable à la hausse des prix.

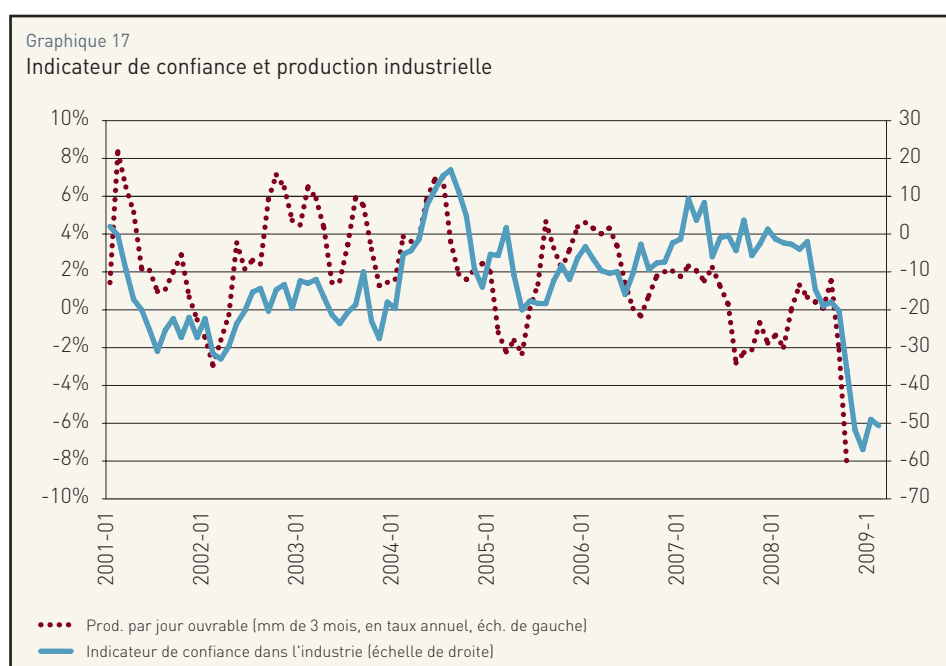
La ventilation sectorielle de la production par jour ouvrable indique, sur les onze premiers mois de l'année 2008, des évolutions très hétérogènes par rapport à la même époque de l'année passée. Les biens d'équipement affichent une modeste hausse de 1,7% en 2008, après une année 2007 extrêmement dynamique, au cours de laquelle les investissements des entreprises s'étaient nettement redressés. L'énergie se redresse, rompant ainsi avec les baisses de production des deux années précédentes. La baisse du volume d'activité dans la branche des biens intermédiaires s'inscrit dans le contexte d'une demande mondiale fortement allégée. L'industrie des biens de consommation, pour sa part, fait probablement face à des défis structurels puisque son volume de production chute fortement et ceci pour la troisième année consécutive.

Tableau 6
Indicateurs relatifs à l'industrie (en taux de variation annuel)

	2006	2007	2008-11 mois*	2008-T1	2008-T2	2008-T3
Valeur de la production	9,7	7,1	8,5	5,4	11,4	17,0
Chiffre d'affaires	14,7	4,9	3,6	1,8	5,6	10,2
Production par jour ouvrable	2,4	0,3	-2,5	-2,0	0,6	1,5
Biens intermédiaires (ppjo)	6,1	1,1	-4,1	-5,2	-0,5	4,5
Biens d'équipement (ppjo)	1,3	12,2	1,7	7,9	7,3	-6,8
Biens de consommation (ppjo)	-4,3	-6,3	-3,8	-4,5	-3,6	0,8
Energie (ppjo)	-1,3	-4,3	4,0	7,3	8,7	-6,4
Industrie hors sidérurgie (ppjo)	0,3	0,4	-2,9	-2,0	0,3	-1,9

Source : STATEC

* En variation par rapport aux onze premiers mois de l'année 2007.



Source : Statec, calcul BCL

2.3 LA CONSTRUCTION

Les indicateurs conjoncturels dressent un bilan mitigé pour le secteur de la construction. Au cours des onze premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires progresse de 5,0% sur base annuelle, mais la production en volume affiche un léger déclin. Cette baisse apparente se manifeste aussi bien dans le génie civil que dans le bâtiment.

En ce qui concerne le bâtiment, les autres indicateurs à court terme ne sont guère plus réjouissants. Au cours des neuf premiers mois de l'année 2008, les permis de construire ont enregistré une baisse de 13,6%. D'autre part, les statistiques bancaires disponibles pour le quatrième trimestre montrent que les nouveaux contrats de crédits immobiliers ont reculé de 13,4% (après avoir fortement progressé sur les trois trimestres précédents). Au total, l'activité dans le secteur du logement devrait donc fortement se réduire au cours des prochains trimestres.

A cela s'ajoute les sombres perspectives du marché de l'emploi, qui devraient aussi peser sur la demande de logements. Aussi, l'enquête de la BCL sur le crédit bancaire continue d'indiquer un net recul de la demande pour les crédits immobiliers au quatrième trimestre 2008. Agissant en sens inverse, une baisse supplémentaire des taux hypothécaires devrait suivre prochainement dans le sillage de l'assouplissement de la politique monétaire de l'Eurosystème. De plus, les banques ont laissé leurs critères d'octroi inchangés au quatrième trimestre 2008, toujours selon l'enquête de la BCL.

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

	2006	2007	2008-11 mois	2008-T1	2008-T2	2008-T3	2008-T4
Chiffre d'affaires - Total	5,3	5,8	5,0	7,6	3,1	9,0	-
Production par jour ouvrable -Total	2,4	1,4	-2,0	-2,6	0,0	-2,0	-
Production par jour ouvrable -Bâtiment	2,3	0,4	-1,8	-2,9	0,1	-1,0	-
Production par jour ouvrable -Génie civil	3,5	5,9	-3,6	-5,6	1,4	-4,1	-
Permis de bâtir ¹²	-5,9	12,1	-13,6*	-7,9	-31,8	2,6	-
Crédits immobiliers accordés à des ménages - encours	13,8	22,1	10,6**	12,2	11,6	10,6	8,1
Crédits immobiliers accordés à des ménages - nouveaux contrats	9,4	19,4	13,8**	16,7	21,5	43,1	-13,4
Taux hypothécaires	4,0	4,7	4,9**	4,9	4,9	5,1	4,6

Sources : STATEC, calculs BCL
*2008 - 9 mois, **2008 - 12 mois

2.4 LE COMMERCE ET LES AUTRES SECTEURS

A l'inverse de l'industrie et de la construction, le commerce et les autres activités de services se caractérisent par un dynamisme plutôt réconfortant. Sur les neuf premiers mois de l'année, l'ensemble du commerce affiche un taux de progression de son chiffre d'affaires très largement supérieur à ce qui a pu être observé en 2007. Cette évolution n'est guère surprenante puisque la croissance de l'emploi a continué à un rythme élevé et que la dynamique des salaires est également restée élevée, malgré la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires. Par contre, les perspectives pour 2009 sont moins réconfortantes, même si l'ajustement des barèmes fiscaux à l'inflation passée fera augmenter le pouvoir d'achat. La dégradation de la conjoncture, dans la zone euro comme au Luxembourg, devrait peser sur les dépenses de consommation, principalement via l'évolution du revenu salarial. Dans le contexte de la crise financière, les ménages devraient aussi adopter un comportement plus prudent et reporter leurs achats majeurs à une date ultérieure. Le chiffre d'affaires dans les autres secteurs des services a globalement continué d'évoluer favorablement sur les dix premiers mois de

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

l'année 2008. Le secteur des activités informatiques fait figure d'exception, compte tenu de l'érosion continue de son chiffre d'affaires sur les dix premiers mois de l'année 2008 (-31,9%, après -59,5% en 2007 et +79,6% en 2006).

Enfin, les immatriculations automobiles ont fortement reculé au quatrième trimestre 2008, portant la croissance pour l'ensemble de l'année à +2% (après +1%). Les dernières statistiques disponibles concernent le mois de janvier. Elles font état d'un rebond du nombre d'immatriculations en janvier, comme c'est toujours le cas à cette époque de l'année. Par rapport à janvier 2008, en revanche, elles font apparaître une baisse des immatriculations de 20,7%. Les immatriculations devraient reprendre vigueur au cours des prochains mois sur base des échos positifs émanant du festival de l'automobile 2009.

Tableau 8

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

	2006	2007	2008- 10 mois	2008- T1	2008- T2	2008- T3	2008- T4
Immatriculations de voitures	4,7	1,0	2,0*	-6,5	10,7	10,7	-6,7
Commerce - total	10,3	7,7	42,5**	24,3	37,8	64,3	-
Commerce et réparation automobile	4,9	-0,2	4,5**	2,5	7,9	2,9	-
Commerce de gros	9,8	6,1	66,4	35,3	59,3	106,8	-
Commerce de détail	17,4	19,1	11,8	16,2	12,6	7,1	-
Commerce de détail (corrigé de l'effet des ventes par correspondance)	5,7	3,6	3,8	5,4	4,3	2,7	-
Hôtels et restaurants	2,0	3,7	4,7	6,6	6,0	2,0	-
Transport - total	4,9	6,9	9,7	14,1	4,4	12,7	-
Postes et télécommunications	10,4	7,1	2,1	-0,6	15,5	5,1	-
Activités informatiques	79,6	-59,5	-31,9	-52,4	-21,3	-9,5	-
Services fournis principalement aux entreprises	14,7	14,1	1,1	24,2	13,3	6,1	-

Source : STATEC

* 2008 - 12 mois, ** 2008 - 9 mois

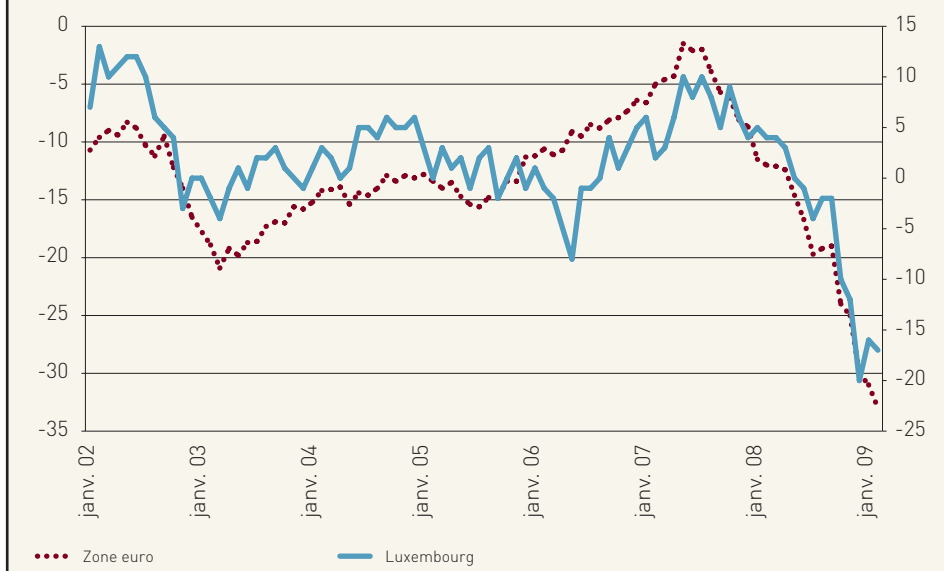
2.5 L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES CONSOMMATEURS

Le retournement à la baisse de l'indicateur de confiance des consommateurs¹³ du Luxembourg a débuté au second semestre 2007. Il a donc coïncidé avec l'apparition des turbulences sur les marchés financiers et des tensions inflationnistes élevées à cette même époque. Depuis juillet 2007, l'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg s'est fortement dégradé. Il a atteint son minimum historique en décembre 2008, avant de se redresser en janvier. En février 2009, il s'est légèrement replié. La confiance des ménages s'est également redressée en janvier puis repliée en février dans plusieurs pays de la zone euro dont la Belgique, l'Espagne et l'Italie. A ce stade, il convient de rester prudent en regard de ces dernières évolutions. En effet, les évolutions récentes du marché de l'emploi suggèrent que le chômage au Luxembourg devrait poursuivre sa progression au cours des prochains mois. Par ailleurs, les indicateurs mensuels traditionnels ne permettent pas à ce stade d'anticiper une amélioration durable de la situation économique au Luxembourg au cours des prochains mois. Le même constat s'observe au niveau européen.

L'analyse des différentes composantes de l'indicateur de confiance révèle que l'inquiétude des consommateurs à l'égard du chômage au Luxembourg, de leur situation financière et de leur capacité d'épargner a de nouveau progressé en février 2009. En revanche, les consommateurs se sont montrés pour le deuxième mois consécutif plus optimistes pour la situation économique générale au Luxembourg. Ce regain d'optimisme pour la situation économique au Luxembourg, s'il se poursuivait, pourrait être lié à la baisse des prix pétroliers et, de manière plus générale, à la poursuite du ralentissement de l'inflation.

¹³ L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs effectuée au Luxembourg s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne et bénéficie à ce titre du cofinancement de la Commission européenne.

Graphique 18
Indicateurs de confiance des consommateurs (données corrigées des variations saisonnières)



Source : BCL et Commission européenne

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

	Indicateur de confiance des consommateurs	Anticipations sur les douze prochains mois				
		Situation économique générale au Luxembourg	Chômage au Luxembourg	Situation financière des ménages	Capacité d'épargner des ménages	
2007	février	2	-4	31	1	44
	mars	3	2	31	1	40
	avril	6	2	27	3	46
	mai	10	4	18	4	50
	juin	8	1	20	3	47
	juillet	10	0	12	4	47
	août	8	-3	15	2	48
	septembre	5	-10	18	-3	50
	octobre	9	2	20	4	49
	novembre	6	-5	17	-1	47
	décembre	4	-4	20	-1	41
2008	janvier	5	-8	19	-1	46
	février	4	-9	22	0	48
	mars	4	-10	20	-1	47
	avril	3	-14	18	-2	45
	mai	0	-21	18	-8	47
	juin	-1	-24	16	-9	44
	juillet	-4	-27	22	-9	41
	août	-2	-25	22	-9	47
	septembre	-2	-21	25	-4	42
	octobre	-10	-36	44	-6	46
	novembre	-12	-32	54	-7	43
	décembre	-20	-44	66	-9	38
2009	janvier	-16	-42	66	0	44
	février	-17	-34	70	-6	42

Source : BCL

Note : En ce qui concerne la question relative aux anticipations en matière de chômage, une augmentation témoigne d'une évolution défavorable, alors qu'une diminution indique une évolution favorable.

2.6. LE MARCHÉ DU TRAVAIL

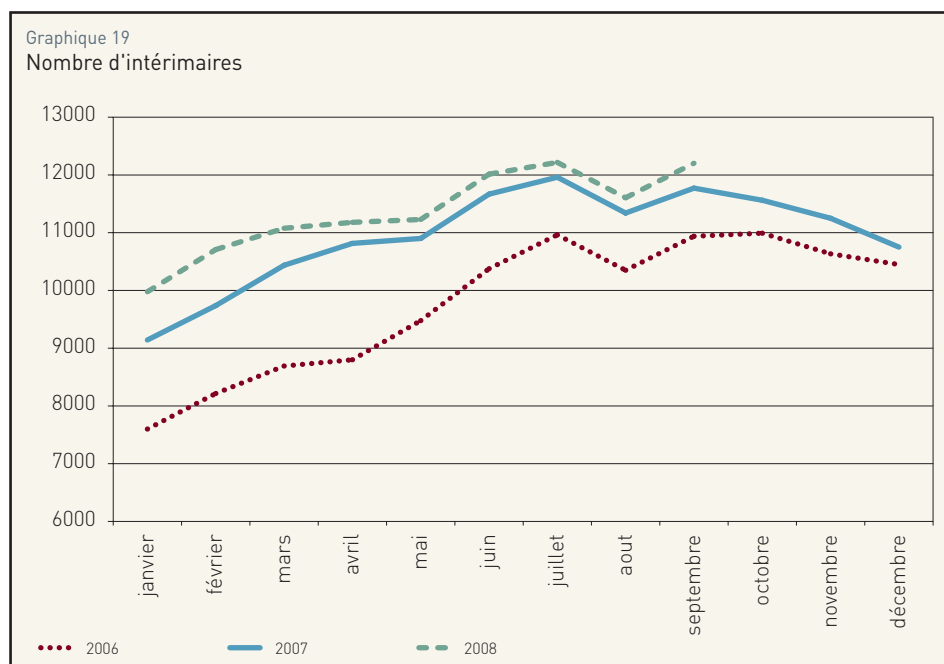
2.6.1 L'emploi et le chômage

Les statistiques de l'emploi disponibles à ce stade ne couvrent que la période allant jusqu'à octobre 2008 et ne permettent donc pas d'étudier de manière précise la réaction des entreprises à l'intensification et à la généralisation de la crise suite à la faillite de Lehman Brothers. En fait, les chiffres couvrant les mois de novembre à janvier ne sont pour l'instant que des estimations.

Jusqu'au mois d'octobre inclus pourtant, la crise ayant pris son début en été 2007 ne s'était matérialisée sur le marché de l'emploi luxembourgeois que par un arrêt de l'accélération de l'emploi à partir d'avril 2008. Ceci est la résultante, d'une part, du fait qu'après le commencement de la crise aux Etats-Unis, les économies européenne et luxembourgeoise continuaient d'abord à bien performer, et, d'autre part, de la règle que l'emploi réagit avec un certain retard aux fluctuations de l'activité au niveau agrégé.

Néanmoins, l'emploi intérimaire – mesuré par le nombre de personnes ayant exercé un ou plusieurs emplois sur base d'un contrat intérimaire – a pratiquement stagné depuis avril 2008, ce qui indique que les entreprises n'ont plus accru leur recours à de la main-d'œuvre flexible destinée à combler un manque de personnel imprévu ou en augmentation.

Ce premier impact de la crise – l'arrêt de l'accélération de l'emploi – a frappé les frontaliers et les résidents de manière différente. Du côté des frontaliers, on enregistre en fait une décélération de 8,3% en variation annuelle en mars à 6,5% en octobre. Selon les estimations officielles, la croissance de l'emploi frontalier a ensuite poursuivi sa voie descendante pour arriver à 5,6% en janvier 2009. L'évolution du côté de l'emploi national, par contre, semble étonnante dans le contexte de crise actuel: en fait, entre mars et septembre 2008, l'emploi des résidents aurait accéléré de 3,2 à 3,6%, avant de décélérer modérément à 3,2% en octobre. Le quatrième trimestre, ainsi que le début de 2009 se caractérise, selon les estimations officielles, par une décélération modérée de la création d'emplois à 2,9% en janvier.



Source : Ministère du Travail

Ainsi, « seulement » 58% des emplois nouvellement créés (net) entre octobre 2007 et octobre 2008 ont été occupés par des frontaliers. La valeur correspondante observée entre décembre 2006 et décembre 2007 était de 67%. L'année passée aurait ainsi été la première depuis le début de la décennie au cours de laquelle l'augmentation de l'emploi serait à plus de 40% imputable à la progression de l'emploi des résidents. Le fait que l'emploi des frontaliers ait relativement moins bien résisté à la crise peut avoir plusieurs raisons: il se peut que les secteurs ayant réagi plus fortement à la survenue de la crise

emploi davantage de frontaliers ; de plus, les frontaliers ont, en moyenne, une ancienneté moins élevée que les résidents (vu la montée rapide du nombre de frontaliers dans les années passées), les rendant plus exposés à des suppressions d'emploi.

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

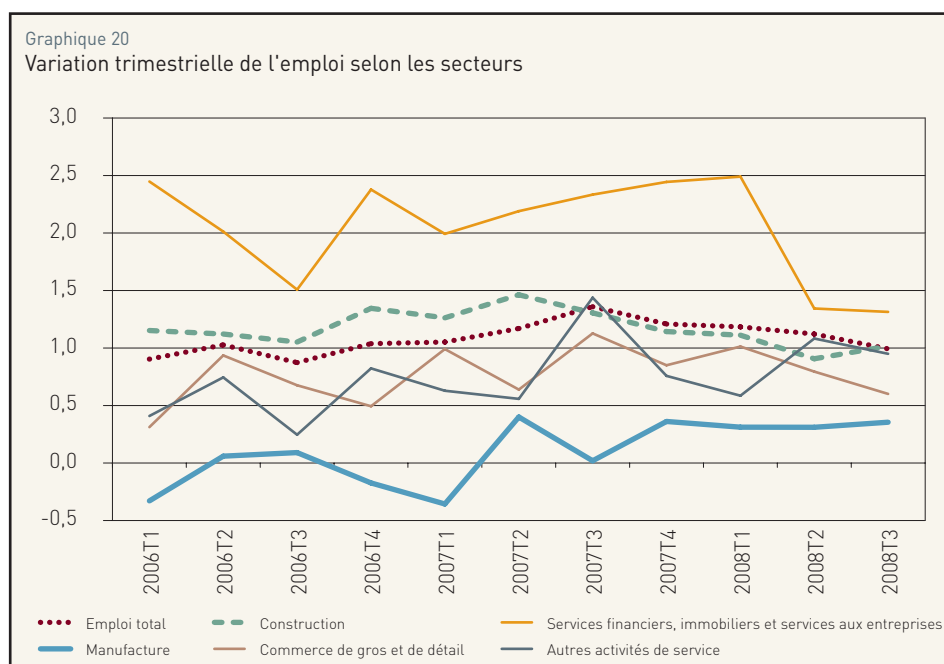
	Emploi salarié *	Indépendants*	Emploi total intérieur*	Frontaliers entrants*	Emploi national*	Population active*	Taux de chômage « strict »	Taux de chômage « strict » ajusté pour les variations saisonnières	Taux de chômage « large »
2003	2,0	0,3	1,9	3,8	0,7	1,8	3,5%	3,5%	5,2%
2004	2,6	0,3	2,4	4,7	1,9	1,9	3,9%	3,9%	5,7%
2005	3,2	0,3	3,0	5,8	1,7	2,1	4,2%	4,2%	6,1%
2006	4,1	-0,6	3,8	6,7	2,0	2,1	4,4%	4,4%	6,3%
2007	4,6	0,6	4,4	7,9	2,3	2,2	4,4%	4,4%	6,1%
2008T1	5,4	2,7	5,3	8,3	3,2	2,9	4,4%	4,2%	5,9%
2008T2	5,2	2,6	5,0	7,6	3,2	3,1	4,1%	4,3%	5,6%
2008T3	5,1	2,9	5,0	7,2	3,3	3,4	4,2%	4,4%	5,5%
2008T4	4,7	2,7	4,6	6,7	3,1	3,5	4,7%	4,6%	6,0%
août-08	4,8	2,8	4,6	6,8	3,1	3,1	4,2%	4,4%	5,5%
sept-08	5,3	2,9	5,2	7,4	3,6	3,8	4,3%	4,4%	5,6%
oct-08	4,7	2,9	4,6	6,5	3,2	3,4	4,5%	4,5%	5,8%
nov-08	4,7	2,7	4,5	6,6	3,1	3,4	4,7%	4,6%	5,9%
déc-08	4,8	2,4	4,7	7,0	3,0	3,7	5,0%	4,7%	6,2%
jan-09	4,2	1,3	4,0	5,6	2,9	3,9	5,5%	4,9%	

*Les données concernant l'emploi de novembre 2008 à janvier 2009 sont des estimations.

Sources : IGSS, STATEC et calculs BCL

Selon la comptabilité nationale trimestrielle (voir graphique 20), la décélération de l'emploi est en effet particulièrement forte dans les secteurs des services marchands ainsi que dans le commerce, secteurs dans lesquels les frontaliers sont fortement représentés ; à l'opposé, les « autres services » (secteur qui inclut la fonction publique) et la construction ont tous les deux mieux résisté à la détérioration de l'environnement international.

En général, les frontaliers devraient être représentés plus que proportionnellement parmi les travailleurs intérimaires dont les relations d'emploi peuvent facilement être annulées lors de la survenue d'une crise. L'évolution de l'emploi frontalier peut ainsi être considérée comme précurseur de l'emploi national qui devrait donc être touché dans une deuxième étape.



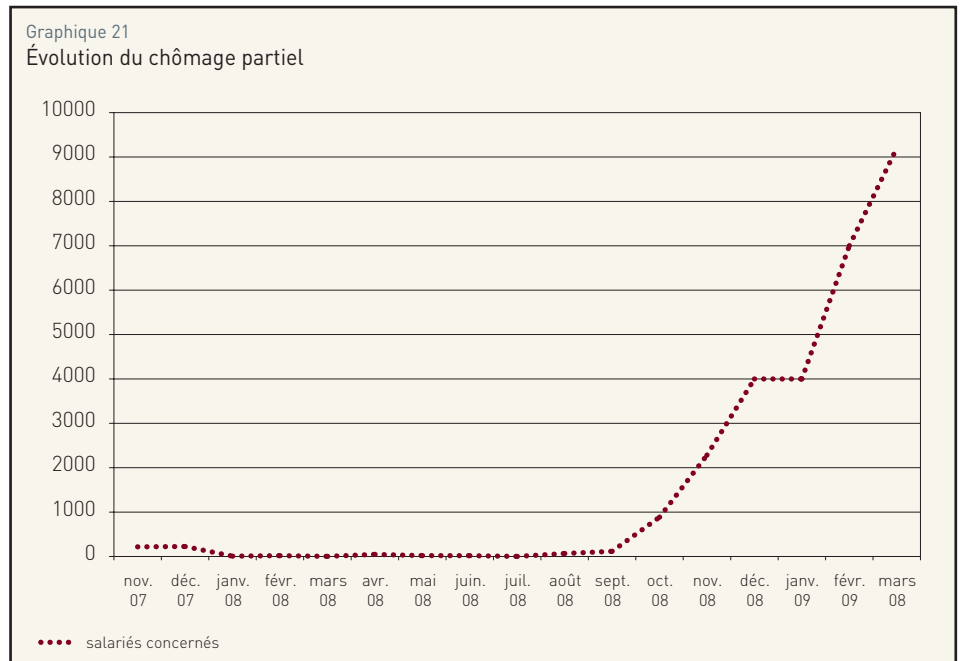
Source : Statec

Sur base de l'arrêt abrupt, voire du léger recul de l'effectif dans les banques de la place au cours des trois derniers mois de 2008 (-61 emplois ou bien -0,2%), l'évolution générale au quatrième trimestre peut bien avoir été moins favorable que les estimations officielles ne le font croire à l'heure actuelle. L'emploi dans les banques montre que le secteur-clé de l'économie nationale a commencé – même au-delà des cas apparus dans la presse – à réagir à la crise.

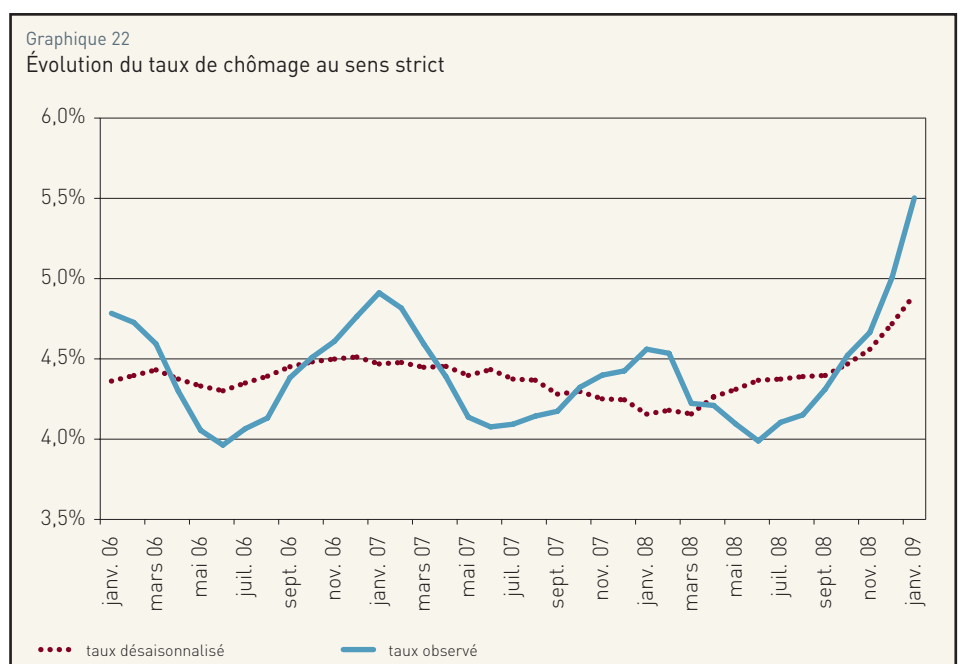
De plus, la montée explosive du nombre de salariés affectés par le chômage partiel – d'un niveau insignifiant en été à 4 000 environ en décembre 2008 et janvier 2009, pour s'établir à presque 7 000 en février 2009 et plus de 9 200 en mars – témoigne du fait que la crise a fortement atteint l'emploi dans l'industrie. Ce sont surtout des entreprises issues du secteur des sous-traitants de l'industrie automobile ainsi que celles actives dans le domaine de la sidérurgie qui ont introduit des demandes pour chômage partiel; à celles-ci s'ajoutent des entreprises actives dans le domaine des transports et, dans une moindre mesure, des secteurs de la construction et de l'artisanat.

La réaction la plus visible face à la crise se trouve au niveau du chômage. Le taux de chômage de 5,5% estimé pour le mois de janvier 2009 constitue un nouveau record pour l'économie luxembourgeoise. Mais c'est le taux désaisonnalisé qui permet d'avoir la pleine image de l'impact de la crise. L'envolée du chômage observée à partir d'avril a été abrupte et a eu lieu en 2 étapes: le chômage ne bougeait d'abord que peu entre juin et septembre, mais a ensuite augmenté de manière exponentielle depuis ce moment-là pour atteindre 5,5% en janvier (taux désaisonnalisé).

Les mesures pour l'emploi ont diminué au cours des derniers trimestres. Après un maximum de 2,0% de la population active (en juin 2006), un trend continu à la baisse débouche en un poids réduit des mesures en début de 2009 (1,2% de la population

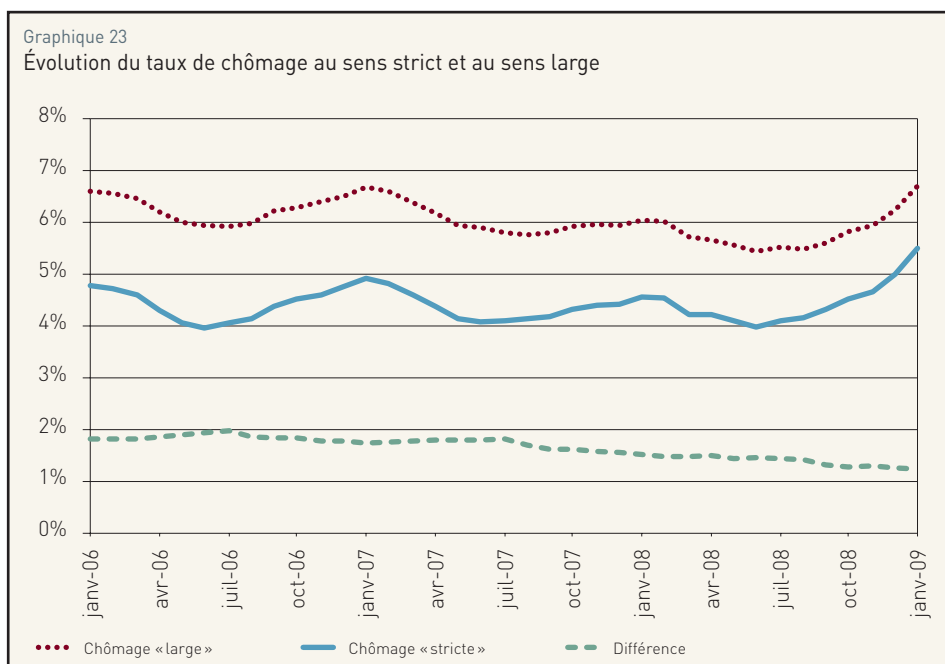


Source : Comité de conjoncture

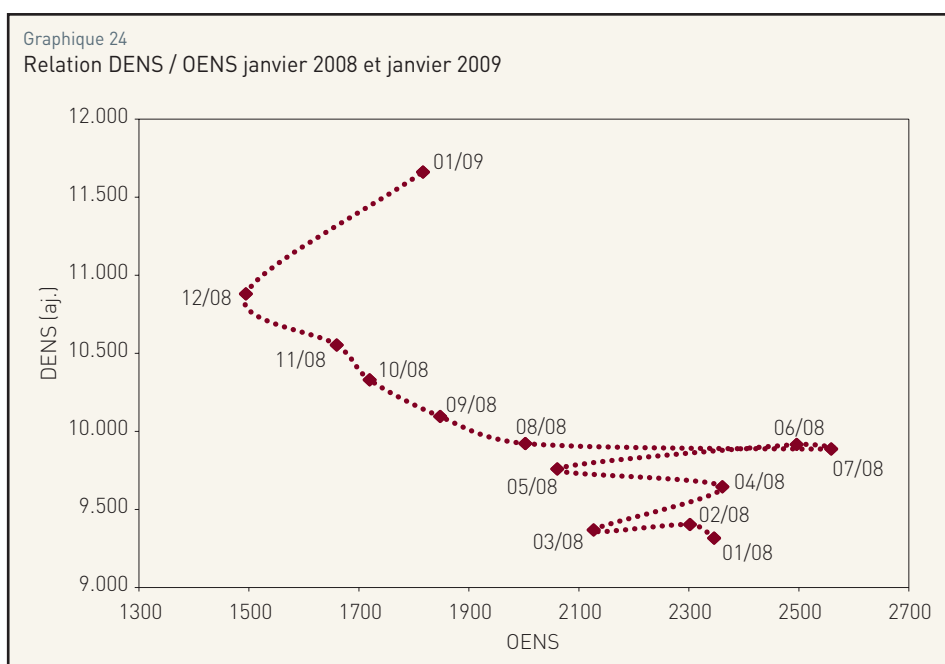


Source : Adem, IGSS, Statec

active ou encore 2 781 personnes bénéficiant d'une mesure pour l'emploi). Ainsi, avec une baisse de presque 30% en moins de deux ans, l'instrument des « mesures pour l'emploi » semble aujourd'hui avoir perdu en importance en tant qu'instrument destiné à soutenir l'insertion dans le marché du travail « primaire ». En effet, des entreprises habituellement disposées à offrir respectivement des possibilités de travail ou de formation à des personnes au chômage dans le cadre de ces mesures sont actuellement dans une situation où elles n'augmentent plus leur effectif, ce qui se répercute forcément sur leur capacité et leur volonté d'offrir des mesures pour l'emploi à des personnes intéressées et remplissant les critères prescrits. Un instrument destiné à faciliter l'insertion de personnes ayant des difficultés à trouver un emploi régulier semble donc particulièrement difficile à mettre en œuvre dans des périodes caractérisées par un chômage en augmentation rapide.



Source : Adem, IGSS, Statec



Source : Adem

La détérioration du marché de l'emploi à partir du début du quatrième trimestre est également reflétée dans le nombre d'offres d'emploi non satisfaites enregistrées auprès de l'ADEM. En fait, au cours de l'année 2008, mais surtout depuis le mois de juillet, le nombre d'OENS n'a cessé de diminuer, ceci en ligne avec l'augmentation des DENS. En somme, la variation combinée des OENS et des DENS ajustées pour les variations saisonnières semble correspondre à un mouvement le long de la courbe Beveridge, indiquant ainsi une détérioration cyclique claire et nette (voir graphique 25). L'augmentation des OENS à la fin de la période observée ne doit pas être mal-interprétée : l'évolution reste préoccupante et les OENS en janvier sont peu élevées en comparaison historique.

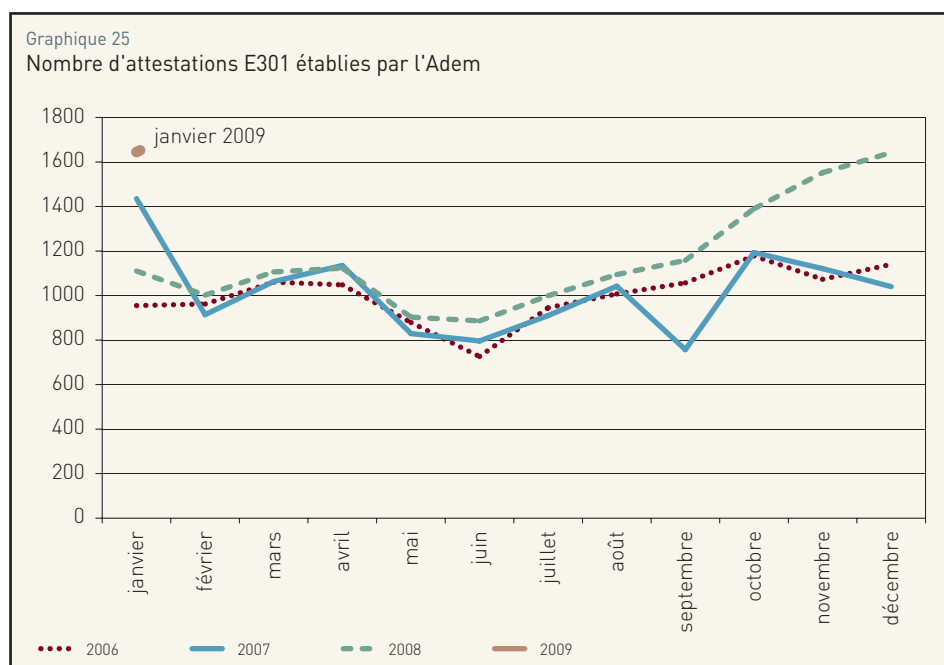
Un indicateur additionnel qui témoigne de l'évolution du marché du travail consiste dans le nombre d'attestations E301 établis par l'ADEM. Ainsi, un frontalier dont le contrat de travail vient d'être résilié peut obtenir auprès de l'ADEM une telle attestation, lui permettant de demander auprès de l'administration compétente de son pays de résidence le paiement de l'indemnité de chômage. Du point de vue analytique, l'évolution des formulaires est donc intéressante puisque le chômage tel que recensé par l'ADEM ne couvre que les demandeurs d'emploi résidents et

que les statistiques de l'emploi (frontalier comme national) ne deviennent disponibles que 4 mois environ après la date de référence. En conséquence, le nombre de formulaires devrait permettre d'avoir une idée de l'évolution du chômage frontalier.

Cependant, deux facteurs limitent l'utilité de cette série. D'une part, les autorités belges n'insistent apparemment pas systématiquement sur la présentation de ce formulaire avant d'accorder l'indemnité de chômage, le nombre de ces formulaires établis par l'ADEM pouvant ainsi significativement sous-estimer le niveau de contrats résiliés à un moment donné. Par exemple, au mois de janvier 2009, 90 personnes de nationalité belge ont obtenu une telle attestation contre 1 230 salariés de nationalité française, ce qui constitue un rapport peu réaliste. D'autre part, vu qu'il arrive que des travailleurs intérimaires ont des emplois de très courte durée, il arrive qu'une personne ayant reçu une telle attestation revienne travailler au Luxembourg au cours du même mois. Ceci serait surtout le cas de frontaliers résidant en France, vu que les administrations responsables dans ce pays exigent systématiquement l'attestation E301.

En dépit de ces incertitudes, qui affectent surtout l'interprétation du niveau de ces attestations à un moment donné, la variation de leur nombre au cours du temps est instructive. Ce nombre a commencé d'augmenter à la mi-2008. En ligne avec l'évolution du chômage résident, une très forte progression tout au long du quatrième trimestre se dégage pour atteindre des niveaux jamais recensés auparavant (1651 formulaires émis en janvier).

Tous ces facteurs mènent à la conclusion que le quatrième trimestre 2008 et le début de 2009 ont été bien plus graves en termes d'emplois que les statistiques officielles ne le suggèrent. Il faut donc s'attendre à ce que les données observées, une fois disponibles, ne dessinent une image significativement plus sombre et ne sont le prélude à une dégradation considérable et supplémentaire du marché du travail en 2009.



Source : Adem

2.7 LE SECTEUR FINANCIER

2.7.1 L'évolution du nombre des établissements de crédit

L'année 2008 se caractérise par une diminution nette du nombre d'établissements de crédit présents sur la place bancaire luxembourgeoise ; ainsi, au 31 décembre 2008, le nombre d'établissements de crédit officiellement enregistrés était de 152, soit une diminution de quatre unités par rapport à la fin de l'année 2007. En effet, le recensement fait état de deux fermetures, de deux fusions, d'une liquidation et d'une constitution pour l'année 2008. La situation au 23 février 2009 reste inchangée par rapport à la fin de l'année 2008.

2.7.2 L'effectif dans les établissements de crédit

L'effectif des établissements de crédits luxembourgeois s'élevait à 27 208 personnes au 31 décembre 2008, ce qui représente une diminution de 61 unités, soit 0,22%, par rapport au 30 septembre 2008. Ainsi, la création nette d'emplois, qui a commencé au second trimestre de l'année 2002 et perduré jusqu'au troisième trimestre de l'année 2008, a fait place à une réduction nette d'emplois. Au cours des douze derniers mois, c'est-à-dire de décembre 2007 à décembre 2008, 1 069 emplois nets ont néanmoins été créés par les banques au Luxembourg, soit une progression de l'emploi de 4,09%.

2.7.3 Le bilan des établissements de crédit

La croissance annuelle du volume d'activités des banques, tel que mesuré par la somme des bilans, a nettement ralenti au cours de l'année 2008 pour se limiter à 1,8%; ainsi, la somme de bilan agrégée des banques de la place affiche son taux de croissance annuel le moins élevé depuis mars 2004 (1,7%). Ce ralentissement a été particulièrement sensible au cours du dernier trimestre de l'année en raison de l'aggravation de la crise financière.

Au 31 décembre 2008, la somme de bilan agrégé des banques luxembourgeoises s'élevait à 931 562 millions d'euros contre 993 289 millions d'euros au 30 septembre 2008. En termes bruts, la somme de bilan agrégée a baissé de 61 727 millions d'euros (-6,2%) au cours du dernier trimestre, dont 48 282 millions (-4,9%) entre novembre et décembre.

Ce recul trimestriel s'explique par une moindre activité interbancaire; en effet, au cours de cette période les créances interbancaires ont diminué de 7,4% alors que les dettes interbancaires ont reculé de 4,0%.

Bien que les créances sur la clientèle aient progressé de 5,1% sur base annuelle, le quatrième trimestre 2008 a néanmoins fait ressortir une baisse de 7,1%. Cette baisse s'explique par la conjugaison de deux facteurs. D'une part, par le fait que les banques ont durci les critères d'octroi de crédit, ce qui semble raisonnable au vu de l'ampleur de la crise financière et économique, dont les origines remontent précisément à un accès trop facile aux crédits. D'autre part, par le fait que le secteur non bancaire reporte certains investissements en raison de la dégradation de la situation économique. Dans ce contexte, notons que les encours des crédits aux ménages résidents à Luxembourg se sont légèrement tassés de 0,2% (33 millions d'euros) au quatrième trimestre 2008 pour s'élever en fin d'année à 17 691 millions d'euros. Tandis que les encours de crédits à la consommation et d'autres crédits se réduisaient, les crédits destinés aux acquisitions immobilières étaient en hausse. Les sociétés non financières résidentes, quant à elles, ont vu leur financement augmenter de 8,0% (1 215 millions d'euros) entre septembre et décembre 2008 portant les encours de crédits sous cette catégorie à 16 427 millions d'euros au 31 décembre 2008.

Tableau 11

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution (encours en fin de période)

Actifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/12	2008/09	2008/12	2007/12 - 2008/12		2008/09 - 2008/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	2008/12
Créances interbancaires	455 682	509 120	471 281	15 599	3,4	-37 839	-7,4	50,6
Créances sur la clientèle	195 350	220 870	205 222	9 872	5,1	-15 648	-7,1	22,0
Portefeuille titres	236 700	229 171	221 593	-15 107	-6,4	-7 578	-3,3	23,8
Autres actifs	27 717	34 128	33 466	5 749	20,7	- 662	-1,9	3,6
Total de l'actif	915 448	993 289	931 562	16 114	1,8	-61 727	-6,2	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des actifs

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle, le constat d'un recul prononcé, tant sur base annuelle que sur base trimestrielle s'explique par le fait que la baisse survenue au cours des derniers mois de l'année 2008 est très marquée. En effet, les dépôts de la clientèle étaient en baisse de 10,3% entre septembre et décembre 2008. Il est évident que cette baisse s'inscrit dans un contexte de perte de confiance de la part des investisseurs. De plus, la baisse des dépôts de la clientèle s'explique par des retraits de fonds des autres intermédiaires financiers. Il s'agit d'organismes de placement collectif qui ont ainsi financé le rachat de parts par les investisseurs et les sociétés non financières à l'aide de leurs fonds bancaires plutôt que de recourir au crédit, à un moment où le loyer de l'argent était comparativement élevé.

Tableau 12

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

Passifs	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif ¹⁾
	2007/12	2008/09	2008/12	2007/12 - 2008/12		2008/09 - 2008/12		
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	
Dettes interbancaires	443 797	499 248	479 178	35 380	8,0	-20 070	-4,0	51,4
Dettes envers la clientèle	305 279	319 784	286 692	-18 587	-6,1	-33 092	-10,3	30,8
Dettes représentées par un titre	93 574	90 657	80 062	-13 512	-14,4	-10 595	-11,7	8,6
Autres passifs	72 797	83 600	85 630	12 833	17,6	2 030	2,4	9,2
Total du passif	915 448	993 289	931 562	16 114	1,8	-61 727	-6,2	100,0

Source : BCL

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

En ce qui concerne les dépôts des ménages résidents, une augmentation de 0,9% (216 millions d'euros) a pu être observée sur cette période tandis que ceux des sociétés non financières étaient en baisse de 19,2% (3 412 millions d'euros). En fin d'année, les encours respectifs de ces deux catégories atteignaient 22 995 et 14 380 millions d'euros.

Pour ce qui est des titres de créance émis, il n'est guère surprenant que les émissions soient en forte baisse de 11,7% entre septembre et décembre 2009 ; en effet, dans un environnement mondial défavorable résultant de la crise financière, les émissions bancaires se trouvent en concurrence avec des émissions étatiques massives. Dans ce contexte, il convient aussi de mentionner que jusque fin 2007 les titres émis étaient renseignés à la valeur de remboursement alors que depuis 2008 ils sont à évaluer à la juste valeur. Ainsi, l'évaluation moindre des titres peut également expliquer une partie de cette baisse.

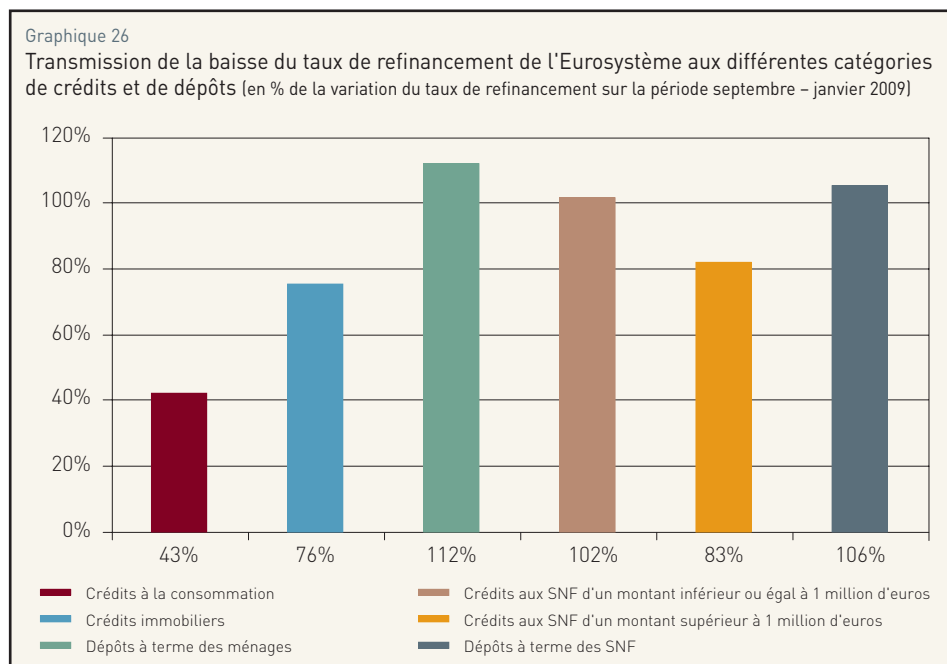
Notons que la variation annuelle importante des autres actifs et passifs s'explique en grande partie par le renseignement, au bilan depuis janvier 2008, des instruments financiers dérivés.

Finalement, on remarque que la somme des bilans continue à diminuer pour atteindre 914 704 millions d'euros à la fin de janvier 2009, ce qui représente une baisse de 1,8% (16 858 millions d'euros) par rapport au 30 décembre 2008. La tendance pour janvier 2009 confirme le mouvement observé au troisième trimestre 2008. Malgré ce constat mitigé, on peut noter que le repli enregistré en janvier 2009 est moins important que celui encore observé en novembre et décembre 2008, avec des taux de contraction de 2,3% et 4,9% respectivement.

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

Le dernier trimestre de l'année 2008 a été marqué par un très net assouplissement des conditions de financement offertes par l'Eurosystème. Le taux principal de refinancement de l'Eurosystème est ainsi passé de 4,25% à 2,50% entre septembre et décembre 2008. Notons également qu'en janvier l'Eurosystème a procédé à une nouvelle baisse de 50 points de base de son taux directeur pour porter ce dernier à 2,00%.

Les taux d'intérêt portant sur les nouveaux contrats de crédits ou de dépôts offerts par les banques luxembourgeoises ont suivi cette tendance de manière plus ou moins marquée suivant les catégories de produits.



Le coût des crédits immobiliers à taux variable a diminué de 175 points de base entre septembre 2008 (5,17%) et janvier 2009 (3,47%). Cet assouplissement est moins fort que celui initié par l'Eurosystème sur cette période en raison de l'existence d'un délai de transmission relativement long. En effet, historiquement, ce dernier avait été estimé à six mois pour le Luxembourg. Dans ce contexte, on notera également que les grandes banques luxembourgeoises actives sur ce marché ont procédé à une nouvelle baisse de taux d'intérêt en février 2009 portant sur 50 points de base.

Source : BCL

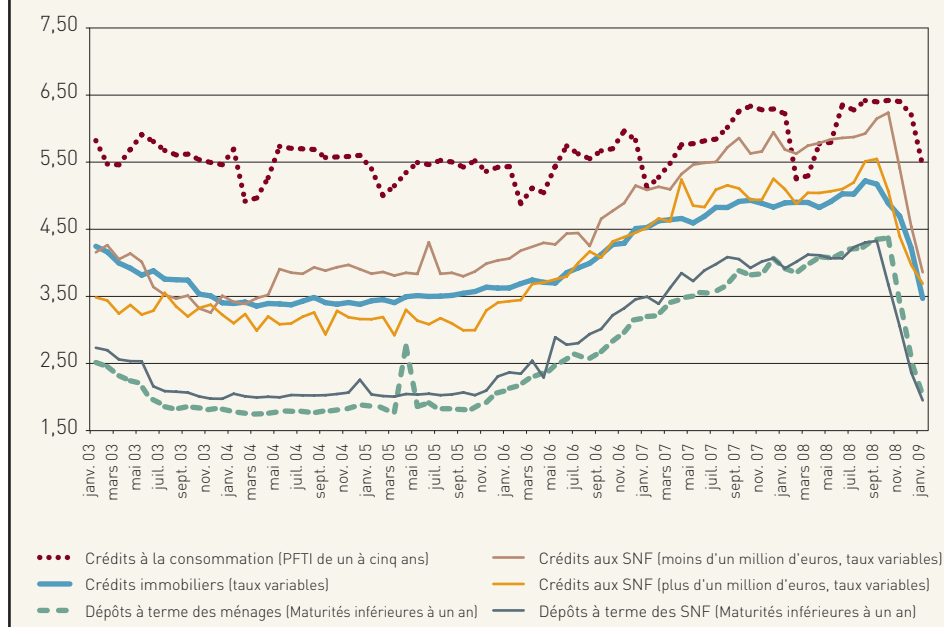
Les crédits à la consommation, dont la période de fixation du taux d'intérêt la plus représentative est comprise entre un et cinq ans, ont vu leur coût diminuer de 96 points de base entre septembre 2008 (6,40%) et janvier 2009 (5,44%). Cette catégorie de taux n'est pas indexée sur le taux de refinancement de l'Eurosystème, ce qui explique la faible transmission observée sur la période considérée (43%). En raison de la tenue du festival de l'automobile en février 2009, les taux d'intérêt portant sur cette catégorie de crédits sont appelés à fortement diminuer au premier trimestre 2009.

Les taux d'intérêt proposés aux sociétés non financières sont passés de 6,15% en septembre 2008 à 3,86% en janvier 2009 pour les crédits d'un montant inférieur à un million d'euros. Pour la catégorie des montants supérieurs à un million d'euros, la baisse a été tout aussi marquée, puisque les taux d'intérêt correspondant sont passés de 5,55% à 3,69% sur la même période.

La rémunération des dépôts à terme des ménages (d'une durée initiale inférieure à un an) était en baisse de 253 points de base sur la période septembre 2008 (4,35%) – janvier 2009 (1,82%). Celle des dépôts à terme des sociétés non financières était en baisse de 238 points de base (de 4,33% à 1,95%) sur cette même période.

Graphique 27

Évolution des taux d'intérêts sur les crédits et les dépôts des banques luxembourgeoises sur la période janvier 2003 – janvier 2009 (en %)



Source : BCL

L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS AUX MÉNAGES ET AUX ENTREPRISES

L'analyse intitulée «*L'impact des turbulences financières sur les crédits*», publiée récemment dans le *Bulletin BCL 2008/2*, a examiné l'impact des tensions financières sur l'octroi de crédits au Luxembourg. Cet encadré présente une mise à jour succincte des principaux résultats ; l'accent est donc mis sur les développements de court terme des crédits accordés aux ménages et aux entreprises, ainsi que sur les critères et les conditions de financement y relatifs, à la lumière des nouvelles données devenues disponibles depuis la publication de l'analyse susmentionnée.

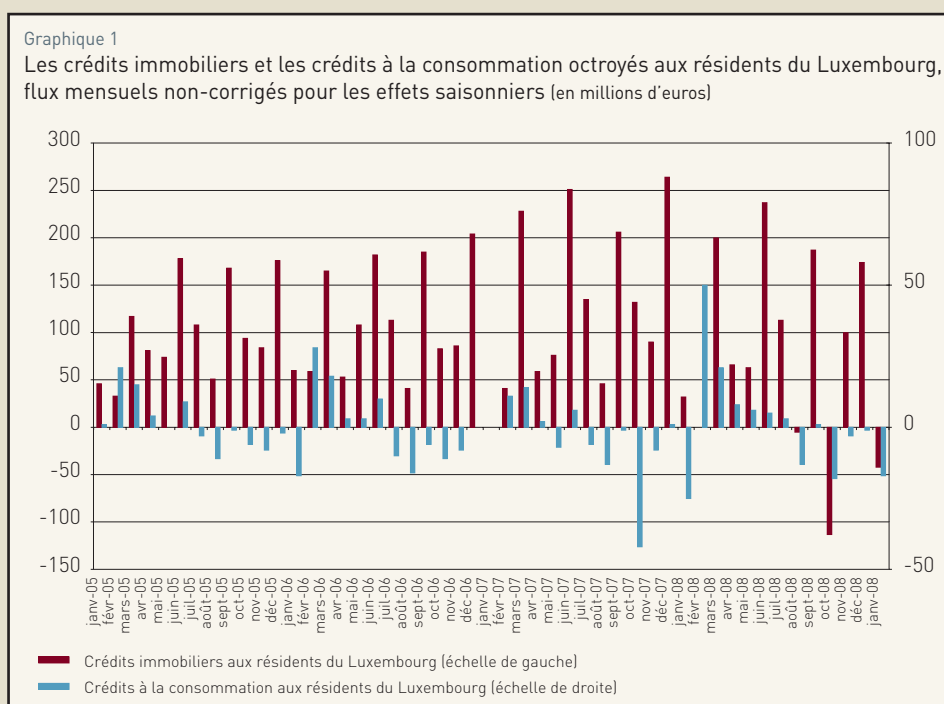
A rappeler que ces données proviennent du recensement statistique des bilans agrégés des banques (données *BSI* sur les encours), de la collecte sur les taux d'intérêt et les nouveaux crédits accordés (données *MIR*), et finalement de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit bancaire (*BLS*). Pour ce qui est des collectes *BSI* et *MIR*, les nouvelles données devenues disponibles depuis la publication du *Bulletin BCL 2008/2* couvrent la période allant de novembre 2008 à janvier 2009. Les données *BLS* nouvellement disponibles sont celles du quatrième trimestre 2008.

Remarque : pour l'interprétation des différentes séries représentées dans les graphiques, il est impératif de tenir compte des échelles.

LES CRÉDITS AUX MÉNAGES

Étant donné que l'accent est mis sur les développements de court terme, le *Graphique 1* présente l'évolution des crédits immobiliers et des crédits à la consommation (octroyés aux ménages résidant au Luxembourg)¹ en termes de flux mensuels². Par rapport aux taux de croissance annuels, cette représentation a l'avantage d'éviter une interprétation erronée des développements les plus récents découlant des effets de base.

S'agissant tout d'abord des crédits immobiliers octroyés aux ménages résidant au Luxembourg, le graphique montre que l'octroi de ces crédits fut relativement soutenu en novembre et surtout en décembre, alors que le flux mensuel fut négatif (moins 42 millions d'euros) en janvier.



Source : BCL

Remarque : Les données de janvier 2007 ont été enlevées du graphique puisqu'elles sont biaisées en raison d'un effet statistique.

S'agissant des crédits immobiliers, les données *MIR* indiquent que 386 millions d'euros de nouveaux crédits ont été accordés lors des deux derniers mois de l'année passée ; en janvier, le volume de nouveaux crédits accordés s'est élevé à 191 millions d'euros. Si les données *MIR* de janvier semblent contredire l'évolution des flux mensuels de la collecte *BSI*, il faut toutefois préciser que les différences méthodologiques impliquent que ces données ne sont pas tout à fait comparables³.

- 1 Les encours hypothécaires aux ménages résidant au Luxembourg constituent presque 95% des encours hypothécaires totaux envers les ménages de la zone euro. Les encours de crédits à la consommation aux ménages résidant au Luxembourg constituent environ 80% des encours de crédits à la consommation totaux envers les ménages de la zone euro.
- 2 Les flux mensuels sont calculés à partir des variations mensuelles d'encours corrigées des reclassements, d'autres effets de valorisation, des variations de taux de change et de tout autre changement ne résultant pas d'opérations. Les séries ne sont toutefois pas corrigées pour les effets saisonniers.
- 3 Par exemple, pour la collecte *MIR* il s'agit des nouveaux crédits accordés, alors que pour les données *BSI* les crédits effectivement octroyés sont enregistrés. En outre, les nouveaux crédits de la collecte *MIR* ne sont pas ventilés selon l'origine géographique des contreparties.

Plus généralement, l'année passée est la première année pour laquelle des flux mensuels négatifs ont été enregistrés (en août et en octobre)⁴. Néanmoins, l'évolution des flux mensuels retracés par le *Graphique 1* ainsi que les données sur les nouveaux crédits ne permettent pas de faire abstraction des effets saisonniers. Compte tenu de cette remarque, les dernières informations vont toutefois dans le sens de confirmer le ralentissement de la dynamique de crédits déjà mentionné dans l'analyse parue dans le *Bulletin BCL 2008/2*. Effectivement, le taux de croissance annuel des encours de crédits immobiliers octroyés aux ménages résidant au Luxembourg a poursuivi sa tendance baissière ces derniers mois. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, dont les dernières données font référence au quatrième trimestre 2008, signale d'ailleurs un repli de la demande des ménages, plutôt qu'une politique de crédit restrictive des banques de la Place financière; en effet, les sept banques de l'échantillon luxembourgeois indiquent avoir laissé inchangés leurs critères d'attribution appliqués aux crédits immobiliers.

Les taux d'intérêt portant sur les nouveaux contrats de crédits immobiliers ont été réduits de 95 points de base au cours du quatrième trimestre 2008, puis de 75 points de base supplémentaires en janvier 2009. La baisse des taux directeurs de janvier n'est pas prise en compte par les données *MIR* les plus récentes. Certaines banques ont toutefois déjà indiqué que cette baisse a été intégralement transmise sur les taux de détails appliqués aux crédits immobiliers. En principe, la dernière baisse des taux directeurs, annoncée le 5 mars, devrait également être transmise rapidement.

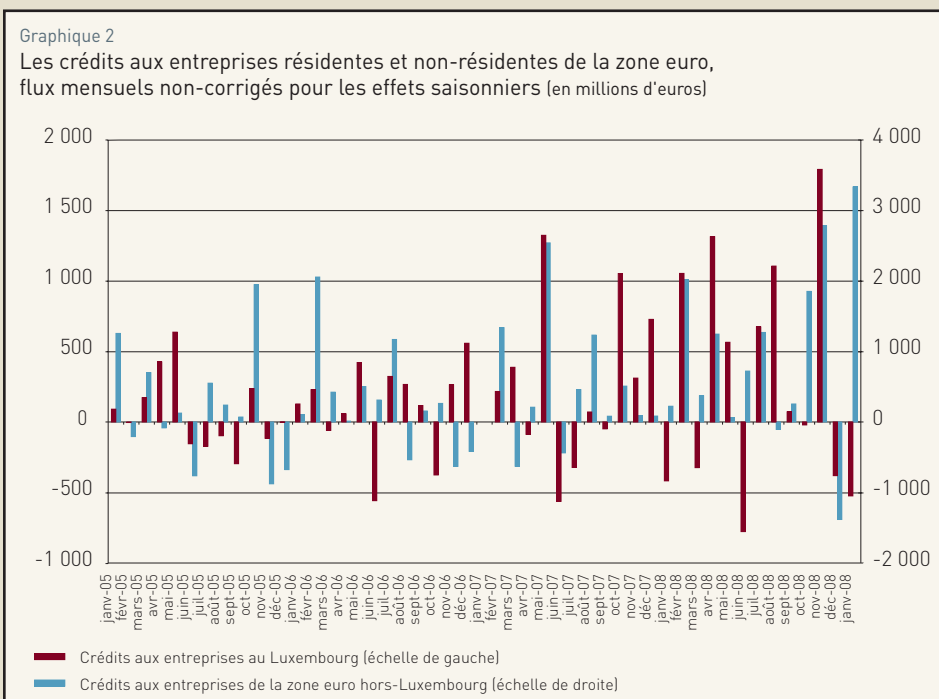
Pour ce qui est des crédits à la consommation, l'évolution observée entre novembre 2008 et janvier 2009 est moins favorable, puisque les flux mensuels sont négatifs sur la période entière. Il convient pourtant de souligner que la somme de ces flux mensuels reste limitée avec 21 millions d'euros, comparé à un encours de presque 1,2 milliard d'euros. Les données *MIR* indiquent que le volume mensuel des crédits à la consommation nouvellement accordés a continué de s'inscrire en baisse par rapport aux mois précédents, malgré un léger rebond en janvier. Le festival de l'automobile devrait à nouveau faire progresser ces crédits. Comme pour les crédits hypothécaires, il est impératif de souligner certaines différences méthodologiques entre la collecte *BSI* et la collecte *MIR*, ainsi que de préciser que les informations disponibles ne permettent pas de faire abstraction des effets saisonniers. Sur base annuelle, les dernières données *BSI* confirment la tendance haussière notée dans le cadre de l'analyse parue dans le *Bulletin BCL 2008/2*. Les résultats de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que la demande pour les crédits à la consommation (et autres crédits) a fléchi au quatrième trimestre, alors que les banques n'auraient pas modifié leurs critères d'octroi.

Les taux d'intérêt sur les nouveaux contrats n'ont diminué que de 20 points de base au cours du quatrième trimestre. Néanmoins, les dernières observations relatives au mois de janvier 2009 laissent apparaître une réduction supplémentaire de 77 points de base. Celle-ci devrait se prolonger au cours du mois de février en raison du festival de l'automobile au cours duquel les banques ont proposé des taux nettement en baisse.

4 A noter que les séries pertinentes vont de janvier 2003 à janvier 2009, étant donné que la ventilation selon l'origine géographique des contreparties ne fut introduite qu'en décembre 2002.

LES CRÉDITS AUX ENTREPRISES

Le *Graphique 2* retrace l'évolution des crédits aux sociétés non-financières (SNF) ; étant donné qu'une partie importante des crédits octroyés sont destinés aux SNF non-résidentes, le graphique représente séparément les développements de crédits pour les SNF implantées au Luxembourg, ainsi que l'évolution des crédits pour les entreprises non-résidentes (implantées dans la zone euro hors-Luxembourg).



Source : BCL

Remarque : Les données de janvier 2007 ont été enlevées du graphique puisqu'elles sont biaisées en raison d'un effet statistique.

Alors que les flux mensuels des crédits aux entreprises étaient très élevés en novembre, tant pour les entreprises résidentes que pour celles de la zone euro hors-Luxembourg, les données de décembre témoignent d'une évolution moins optimiste. En effet, le flux des crédits octroyés aux SNF résidentes enregistré en novembre est le plus important depuis janvier 2003, alors qu'en décembre ce flux s'est contracté à concurrence de 380 millions d'euros ; le flux des crédits aux entreprises de la zone euro hors-Luxembourg s'est contracté à concurrence de 1 382 millions d'euros en décembre. Si les développements de janvier sont peu propices en ce qui concerne l'octroi de crédits aux SNF résidentes (-524 millions d'euros), le flux de janvier relatif aux entreprises de la zone euro hors-Luxembourg est le plus élevé enregistré depuis début 2003. En ce qui concerne les crédits nouvellement accordés aux SNF de la zone euro, ce sont surtout les crédits supérieurs à 1 million d'euros qui ont progressé vigoureusement sur la période d'analyse.

Tout comme pour les crédits destinés aux ménages, l'analyse des crédits destinés aux SNF ne permet pas de distinguer les effets conjoncturels des effets saisonniers. Sur base annuelle, les dernières données *BSI* confirment l'évolution tendancielle positive des crédits octroyés aux SNF de la zone euro hors-Luxembourg notée dans le cadre de l'analyse parue dans le *Bulletin BCL 2008/2* ; pour ce qui est des crédits octroyés aux entreprises résidentes, la trajectoire haussière des taux de croissance annuels s'est toutefois stabilisée ces derniers mois, mais à un niveau très élevé.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire fournit quelques indications sur l'évolution respective de l'offre et de la demande de crédits. Les résultats relatifs au dernier trimestre 2008 indiquent que les banques ont laissé inchangés leurs critères d'octroi, alors que la demande émanant des entreprises n'aurait que légèrement diminué. Néanmoins, dans la mesure où l'évolution des critères d'octroi appliqués aux crédits aux entreprises affiche des propriétés d'indicateur avancé, les durcissements des trimestres précédents laissent présager un ralentissement de l'octroi de crédits aux SNF.

La baisse des taux d'intérêt sur les nouveaux contrats de crédits d'un montant supérieur à un million d'euros a été très forte au quatrième trimestre 2008 (-158 points de base). La baisse de 28 points de base observée en janvier 2009 confirme cette tendance.

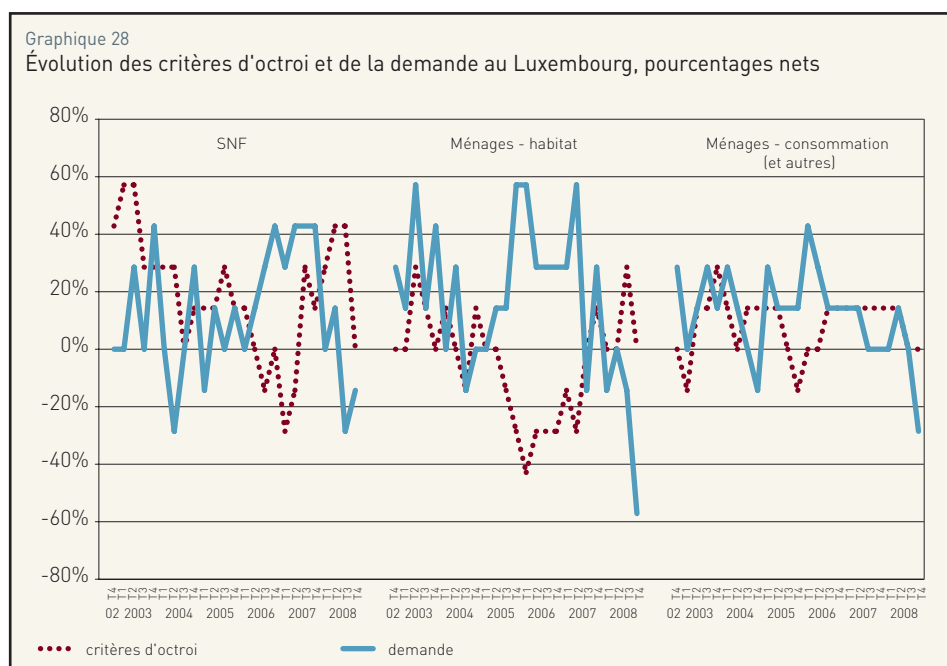
CONCLUSIONS

En résumé, cet encadré permet donc de tirer les conclusions suivantes :

1. En ce qui concerne l'évolution des crédits immobiliers, les données couvrant la période de novembre à janvier vont dans le sens de confirmer la modération de la dynamique de crédits déjà notée dans l'analyse parue dans le *Bulletin BCL 2008/2*.
2. S'agissant des crédits à la consommation, les dernières informations disponibles vont également dans le sens d'un ralentissement de la dynamique de crédits.
3. Pour ce qui est des crédits octroyés aux SNF, les développements pour la période allant de novembre 2008 à janvier 2009 sont assez contrastés en fonction de l'origine géographique des contreparties.
4. Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent qu'au quatrième trimestre 2008 les banques ont laissé inchangés leurs critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux SNF et aux ménages, alors que la demande s'est repliée.
5. Pour ce qui est de l'évolution des taux d'intérêt, hormis pour les taux sur les crédits à la consommation, les baisses observées sur les crédits immobiliers et aux SNF indiquent une transmission rapide et significative des modifications des taux directeurs de l'Eurosystème.

2.7.5 L'enquête sur la distribution du crédit bancaire

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire, menée par la BCL depuis fin 2002, s'inscrit dans le cadre de l'enquête globale sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro mise au point par l'Eurosystème. L'enquête se présente sous forme d'un questionnaire de nature qualitative envoyé aux responsables de crédit d'un échantillon de sept banques représentatif dans le domaine du crédit aux ménages et aux entreprises sur la place financière du Luxembourg. Les questions portent à la fois sur l'offre de crédits (c'est-à-dire sur les critères d'octroi) ainsi que sur la demande. Les résultats de l'enquête sont généralement exprimés en « pourcentages nets » dont la définition varie en fonction des questions figurant dans le questionnaire : pour les questions sur les critères d'octroi, les pourcentages nets sont définis comme la différence entre la part des banques qui ont signalé un durcissement et celles ayant signalé un assouplissement ; pour les questions sur la demande, les pourcentages nets font référence à la différence entre la part des banques ayant rapporté une hausse de la demande et celles qui ont rapporté une baisse. Les données les plus récentes datent du quatrième trimestre 2008 ; comme pour les cinq trimestres précédents, cette enquête comprenait plusieurs questions supplémentaires afin de permettre à l'Eurosystème d'évaluer l'incidence des perturbations de marché sur l'accès au financement des banques.



Source : BCL

Par rapport aux résultats du troisième trimestre, les derniers résultats ayant trait à l'offre de crédits au Luxembourg sont nettement plus optimistes que ceux de la zone euro dans son ensemble. L'enquête du quatrième trimestre fait toutefois apparaître une évolution peu propice de la demande de crédits, en ligne avec les résultats agrégés de la zone euro. Quant à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement, la situation demeure précaire, au Luxembourg comme dans la zone euro dans son ensemble. Pour les résultats de l'échantillon luxembourgeois dérivés des questions régulières de l'enquête, le graphique présente l'évolution des pourcentages nets qui se rapportent aux questions clés.

Entreprises : Pour le quatrième trimestre 2008, les résultats nets indiquent que les critères d'octroi appliqués aux crédits accordés aux entreprises sont restés inchangés, alors qu'un durcissement net de +43% (soit l'équivalent de trois banques) avait encore été enregistré au trimestre précédent ; dans la zone euro dans son ensemble, les pourcentages nets relatifs aux critères d'attribution appliqués aux crédits octroyés aux entreprises s'inscrivent par contre toujours à des niveaux très élevés. Les banques de l'échantillon luxembourgeois continuent toutefois à signaler des difficultés pour accéder aux financements du marché, ainsi que des perceptions de risque accrues découlant des prévisions concernant l'activité économique générale et des perspectives spécifiques concernant le secteur ou les entreprises. Les résultats font d'ailleurs apparaître un durcissement (c'est-à-dire un accroissement) des marges sur le montant moyen des prêts et sur les prêts plus risqués. L'orientation globale de la demande nette des entreprises demeure légèrement négative au Luxembourg, passant de -29% au troisième trimestre à -14% au quatrième ; dans la zone euro, la demande nette a toutefois atteint un nouveau creux. Ces évolutions

découlent principalement d'un besoin de financement affaibli lié aux investissements en capital fixe, ainsi qu'aux fusions, acquisitions et aux restructurations d'entreprises.

Ménages pour habitat : Aucun durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits immobiliers n'a été signalé au Luxembourg lors de la dernière enquête ; ces résultats sont très propices par rapport aux développements de la zone euro, où les pourcentages nets ont atteint un nouveau sommet. Certaines banques de l'échantillon luxembourgeois continuent cependant à signaler des perceptions de risque accrues liées aux perspectives sur le marché du logement. Plus généralement, les résultats luxembourgeois cumulés de toutes les enquêtes qui ont été faites depuis l'émergence des turbulences financières sont beaucoup plus optimistes que les résultats cumulés enregistrés au niveau de la zone euro dans son ensemble.

Du côté de la demande, les données luxembourgeoises sont toutefois en ligne avec ceux de la zone euro. Effectivement, les pourcentages nets ont atteint un nouveau creux (à -57%, soit l'équivalent de quatre banques)¹⁴, alors que les résultats agrégés de la zone euro sont restés proches du creux historique enregistrés au troisième trimestre. L'évolution morose de la demande nette, tant au Luxembourg que dans la zone euro dans son ensemble, serait principalement attribuable à la détérioration des perspectives sur le marché du logement ainsi qu'à la détérioration de la confiance des consommateurs.

Ménages pour consommation (et autres) : Tout comme pour les crédits immobiliers, aucun durcissement des critères d'octroi appliqués aux crédits à la consommation (et autres) n'a été signalé au Luxembourg pour le dernier trimestre 2008, alors que les pourcentages nets agrégés de la zone euro ont atteint un nouveau sommet. Certaines banques de l'échantillon luxembourgeois ont cependant signalé une détérioration de la capacité de remboursement des consommateurs.

S'agissant de la demande nette, elle a atteint un nouveau creux au Luxembourg, bien qu'il convienne de souligner que deux banques uniquement ont indiqué que la demande pour ces crédits aurait fléchi au quatrième trimestre 2008. Un moindre besoin de financement, lié à la détérioration de la confiance des consommateurs et à la vente de titres, aurait contribué à faire baisser la demande. Dans la zone euro, la demande nette s'est considérablement repliée par rapport au troisième trimestre pour atteindre un nouveau creux historique.

Incidence des perturbations de marché sur l'accès au financement des banques : La dernière enquête comprenait plusieurs questions relatives à l'impact des turbulences de marché sur l'accès au financement des banques. Au Luxembourg comme dans la zone euro dans son ensemble, les banques ont indiqué avoir rencontré des difficultés considérables à lever des fonds. Ces difficultés se sont répercutées sur les montants que ces banques sont disposées à prêter, ainsi que sur leurs marges. Néanmoins, les mesures de recapitalisation et de garanties introduites par les gouvernements ont pour partie contrecarré les tensions sur les marchés financiers. L'incidence des turbulences financières sur les fonds propres des banques, ainsi que sur leur propension à accorder des prêts, demeure faible au Luxembourg.

2.7.6 Les comptes de profits et pertes des établissements de crédit

Dans un environnement des affaires marqué par les turbulences sur les marchés financiers internationaux, par une crise de confiance générale dans les relations bancaires et par des perspectives de croissance économiques ajustées continuellement vers le bas pour les principaux pôles économiques internationaux, les établissements de crédit luxembourgeois ont réalisé, sur base des chiffres provisoires actuellement disponibles, un résultat avant provisions de 5 851 millions d'euros au 31 décembre 2008. Ceci représente un recul de 15,8% par rapport à fin décembre 2007 où le résultat avant provisions s'était élevé à 6 952 millions d'euros.

¹⁴ A rappeler qu'une des sept banques de l'échantillon n'octroie pas de crédits immobiliers ; les pourcentages nets ajustés, qui ne prennent en compte que les réponses des six banques actives dans le domaine des crédits immobiliers, s'élèvent donc à -67%.

Tableau 13

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois¹⁻²

Rubrique des débits et des crédits		2007 12	2008 12	Variation annuelle	
				en termes bruts	en pourcent
1	Produits d'intérêts	60 477	61 098	621	1,0
2	Intérêts bonifiés	54 681	53 683	-998	-1,8
3	Marge sur intérêt	5 796	7 415	1 619	27,9
4	Revenus nets sur commissions	3 951	3 723	-228	-5,8
5	Autres revenus nets	931	-730	-1 661	-178,4
6	Revenus hors intérêts	5 484	2 993	-2 491	-45,4
7	Produit bancaire	11 280	10 408	-872	-7,7
8	Frais de personnel	2 329	2 467	138	5,9
9	Frais d'exploitation	1 756	1 842	86	4,9
10	Frais de personnel et d'exploitation	4 085	4 309	224	5,5
11	Amortissements sur immobilisé non financier	243	247	4	1,7
12	Résultat avant provisions, dépréciations et impôts	6 952	5 851	-1 101	-15,8
13	Constitution nette de provisions et dépréciations	1 175	4 974	3 799	323,3
14	Résultats avant impôts	5 777	877	-4 900	-84,8
15	Impôts sur revenu et bénéfice	789	329	-460	-58,3
16	Résultat net	4 988	548	-4 440	-89,0

Source : BCL

¹ Les montants sont exprimés en millions d'euros; en fin de période. 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.

Fin 2008, la marge sur intérêts s'est élevée à 7 415 millions d'euros, en hausse de 27,9%, soit 1 619 millions d'euros, par rapport au 31 décembre 2007. Dans un environnement national et international caractérisé par des conditions de financement rigoureuses, le secteur bancaire luxembourgeois a bénéficié de sa situation excédentaire en liquidités pour générer d'importants revenus. Les dividendes perçus ont reculé de 12,1% sur la période considérée; avec 1 546 millions d'euros, ils représentent une part relative de 21% de la marge sur intérêts, contre 30,4% un an plus tôt. Il importe cependant de relever l'impact sur ce poste, au dernier trimestre de l'année 2007, des opérations de restructuration d'une banque de la place à hauteur de 518 millions d'euros. En faisant abstraction de ce fait, la marge sur intérêts aurait progressé de 40,2% en comparaison annuelle et les dividendes de 1 241 millions d'euros auraient représenté une part relative de 23,5% de la marge sur intérêts en 2007.

En ce qui concerne les revenus nets sur commissions, une baisse de 5,8% a pu être constatée. Le recul modeste de cette catégorie de revenus étonne quelque peu au vu de l'évolution à la baisse des marchés financiers et du recul subséquent de la valeur nette d'inventaire des OPC luxembourgeois, à hauteur de 500 milliards d'euros (-24,3%) entre décembre 2007 et décembre 2008. En effet, les commissions perçues par les établissements de crédit pour leurs services de banque dépositaire et/ou d'administration centrale sont déterminés en fonction de la valeur nette d'inventaire des OPC. Or, les périodes de forte volatilité des prix sur les marchés financiers se caractérisent en général par un volume important de transactions de la part des investisseurs, ce qui a permis de neutraliser en partie le recul des revenus nets sur commissions. Ainsi, le volume des parts d'OPC luxembourgeois négociés au cours de l'année 2008 a atteint 7 941 milliards d'euros, soit 2 788 milliards d'euros (+54,1%) de plus que celui observé à la même période, une année plus tôt.

Les établissements de crédit de la place financière luxembourgeoise ont rapporté une baisse de 1 661 millions d'euros, soit 178,4%, sur le poste des autres revenus nets, au 31 décembre 2008. Cette évolution s'explique en partie par le recul des principaux indices boursiers suite à la crise financière internationale et aux moindres valorisations qu'elle entraîne des titres détenus dans les portefeuilles de négociation. Il va sans dire qu'au niveau des transactions, il a été particulièrement difficile de réaliser des bénéfices sur des marchés boursiers extrêmement volatils.

L'excellent résultat obtenu au niveau de la marge sur intérêts a été plus que neutralisé par la régression substantielle des revenus hors intérêts. En conséquence, les établissements de crédit ont réalisé en 2008 un produit bancaire de 10 408 millions d'euros, en baisse de 872 millions d'euros, soit 7,4 %, par rapport à l'année précédente. Cette baisse n'aurait été que de 3,3% en faisant abstraction de l'effet unique à hauteur de 518 millions d'euros constaté au niveau des dividendes en 2007 et mentionné ci-dessus.

En outre, l'emploi dans le secteur bancaire a progressé de 4,1%, soit 1069 emplois en comparaison annuelle, tandis que les frais de personnel progressaient avec 5,9% à peine plus rapidement. Plus globalement, les frais de personnel et d'exploitation ont évolué en hausse de 224 millions d'euros, soit 5,5% sur la période considérée.

Avec la prise en compte des frais généraux administratifs ainsi que des amortissements sur actifs immobiliers non financiers en faible hausse de 4 millions d'euros, ou 1,7%, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts se détériore de 15,8%, soit 1 101 millions d'euros en comparaison annuelle. Sans prendre en compte les 518 millions de revenus déjà évoqués, la performance des banques luxembourgeoises se serait détériorée de 9,1 %.

Les résultats 2008 du secteur bancaire luxembourgeois se présentent manifestement sous l'emprise des ravages de la crise financière avec certains acteurs de la place touchés plus que d'autres. Avec l'entrée en récession de nombreuses économies développées, une aversion au risque prononcée des investisseurs, confirmée notamment par un désinvestissement net en capital accentué au niveau des OPC ces derniers mois ainsi qu'un climat d'incertitude général, il y a peu d'espoir que la situation en termes de revenus ne se redresse rapidement en 2009.

D'après les chiffres provisoires actuellement disponibles, les établissements de crédit ont effectué une extourne de provisions et des dépréciations sur les actifs hors portefeuille de négociation de 4 974 millions d'euros, en hausse de 323,3% par rapport au 31 décembre 2007. Après déduction de la charge d'impôt, en baisse de 58,3%, le résultat net provisoire a régressé 89% en comparaison annuelle.

Tableau 14

Compte de profits et pertes agrégé – décumulé – en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois¹⁻²

Rubrique des débits et des crédits	2008 03	2008 06	2008 09	2008 12	Variation du 1 ^{er} au 2 ^e trimestre en termes bruts	Variation en pour-cent	Variation du 2 ^e au 3 ^e trimestre en termes bruts	Variation en pour-cent	Variation du 3 ^e au 4 ^e trimestre en termes bruts	Variation en pour-cent
1 Produits d'intérêts	16 853	13 662	14 540	16 044	-3 191	-18,9	878	6,4	1 504	10,3
2 Intérêts bonifiés	15 205	11 879	13 044	13 555	-3 325	-21,9	1 165	9,8	510	3,9
3 Marge sur intérêts	1 648	1 782	1 496	2 489	134	8,2	-287	-16,1	994	66,4
4 Revenus nets sur commissions	1 011	954	889	869	-57	-5,6	-65	-6,8	-21	-2,3
5 Autres revenus nets	-96	28	-666	4	124	128,7	-693	-2 514,3	670	100,6
6 Revenus hors intérêts	915	982	224	873	67	7,3	-758	-77,2	649	290,4
7 Produit bancaire	2 563	2 764	1 719	3 362	201	7,8	-1 045	-37,8	1 643	95,6
8 Frais de personnel	623	588	647	609	-35	-5,7	59	10,1	-38	-5,9
9 Frais d'exploitation	415	450	468	509	34	8,3	19	4,1	40	8,6
10 Frais de personnel et d'exploitation	1 039	1 038	1 115	1 118	-1	-0,1	78	7,5	2	0,2
11 Amortissements sur immobilisé non financier	68	52	61	66	-16	-23,7	8	16,2	5	9
12 Résultats avant provisions, dépréciations et impôts	1 456	1 674	543	2 178	218	15	-1 131	-67,6	1 635	301,1
13 Constitution nette de provisions et dépréciations	1 559	-1 108	928	3 595	-2 668	-171,1	2 036	183,7	2 667	287,3
14 Résultats avant impôts	-103	2 783	-385	-1 417	2 886	2 792,1	-3 168	-113,8	-1 032	-268
15 Impôts sur revenu et bénéfice	215	262	18	-166	47	22,1	-244	-92,9	-184	-997,4
16 Résultat net	-318	2 521	-404	-1 251	2 838	892,8	-2 924	-116	-847	-210

Source : BCL

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

Un regard sur la variation trimestrielle du résultat du secteur bancaire pendant l'année 2008 révèle un déclin de toutes les catégories de revenus au troisième trimestre, suivi d'un exercice relativement bon au quatrième trimestre, se distinguant par une belle progression de la marge sur intérêts et d'un redressement des autres revenus nets. Les revenus nets sur commissions ne cessent pourtant de diminuer d'un trimestre à l'autre. En dépit des conditions moroses sur les marchés financiers et des ajustements de valeur appliqués aux titres du portefeuille de négociation, la catégorie des autres revenus nets a enregistré un résultat positif au dernier trimestre. En vue des risques de récession de plus en plus concrets, il semble que de nombreuses banques aient liquidé des positions de titres de leur bilan, soit pour atténuer les résultats négatifs du portefeuille de négociation, soit pour se prémunir contre des ajustements de valeurs impliqués par des marchés financiers en pleine dérive. Rappelons que suite à l'adoption des normes comptables IAS/IFRS et à l'application du principe de la « juste valeur », ce poste est soumis à d'importantes oscillations en cas de fluctuations des prix sur les marchés financiers. Ainsi, du troisième au quatrième trimestre, le produit bancaire a augmenté de 1 640 millions d'euros, soit de 95,4%. Malgré l'accroissement de l'effectif sur toute l'année 2008, les frais de personnel et d'exploitation n'ont que modérément augmenté, témoignant ainsi de mesures déjà prises pour maîtriser les coûts. Avec un certain étonnement, on peut constater que les banques luxembourgeoises ont affiché avec 2 175 millions d'euros le meilleur résultat avant provisions, dépréciations et impôts au dernier trimestre 2008. Cependant, l'extourne de provisions ainsi que la prise en compte de dépréciations substantielles sur les actifs hors portefeuille de négociation déjà mentionnées ci-devant font nettement basculer le résultat dans le négatif.

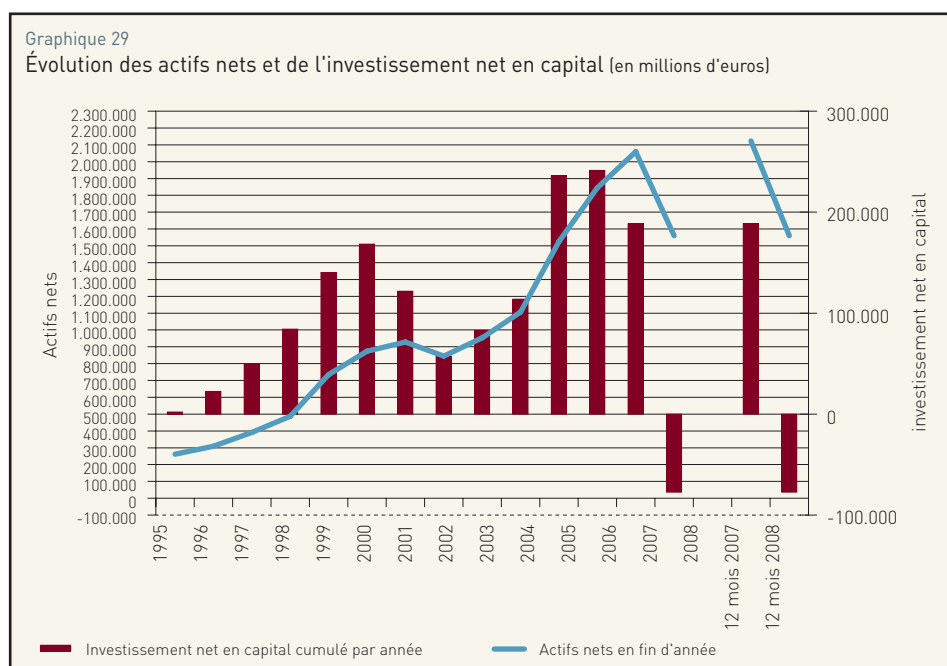
2.7.7 Les organismes de placement collectif (OPC)

L'évolution du nombre des OPC

Au cours de l'année 2008, un peu plus de 500 OPC ont été créés au Luxembourg ; ainsi, au 31 décembre 2008, le nombre d'unités inscrites sur la liste officielle des OPC s'élevait à 3 371, contre 2 868 au 31 décembre 2007. La croissance du nombre d'OPC a été moindre qu'en 2007, année au cours de laquelle 630 unités avaient été créées. Bien que vigoureux au cours des neuf premiers mois de l'année 2008, le rythme de croissance de la création d'OPC a nettement ralenti à partir du mois d'octobre. Au quatrième trimestre de 2008, 49 nouveaux OPC ont vu le jour, contre 367 au cours de la même période de 2007.

L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Le patrimoine global net des OPC a enregistré un recul considérable et inédit au cours de l'année 2008. Entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008, le volume des actifs sous gestion a décliné de 500 milliards d'euros pour s'établir à 1 560 milliards d'euros, ce qui représente une diminution de 24,3%. La tendance à la baisse était perceptible depuis novembre 2007, malgré des sursauts à la hausse ponctuels en février, avril, mai et août 2008. Le recul s'est nettement accéléré à partir de septembre 2008 ; au cours des quatre derniers mois de l'année, la valeur nette d'inventaire s'est contractée de 358 milliards d'euros.



Source : CSSF

Cet affaïssement est surtout imputable à l'effet de marché négatif qui a caractérisé l'année 2008, et particulièrement le dernier trimestre. L'effet de marché représente 84,6% du total de la baisse, soit 423 milliards d'euros.

Le restant du recul, soit 77 milliards d'euros, est dû à un désinvestissement net qui se concentre essentiellement sur les mois de septembre et octobre 2008. Certains investisseurs, échaudés par les soubresauts des marchés boursiers, ont vendu leurs parts d'OPC. A cet égard, certaines catégories d'OPC ont plus souffert que d'autres. Ce sont essentiellement les OPC d'actions et les OPC d'obligations qui ont enregistré des retraits nets de fonds, évalués à environ 168 milliards d'euros. En revanche, les OPC monétaires et les OPC mixtes ont attiré, en net, de nouveaux capitaux.

Précisons qu'en décembre 2008, le désinvestissement net total ne représentait que 4,9% de la valeur totale des actifs gérés par l'ensemble des OPC. Le retrait a été important et inédit, certes, mais pas massif; en effet, la grande majorité des investisseurs, sans doute faute d'alternative, a conservé ses parts d'OPC, parfois en changeant de catégorie d'OPC.

Tableau 15

Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois (en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

	Nombre d'OPC	Nombre de compartiments	Valeur nette d'inventaire	Investissement net en capital ¹⁾²⁾	Variation des marchés financiers ²⁾³⁾	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
2000	1 785	6 995	874 600	168 200	-28 118	140 082	19,1
2001	1 908	7 519	928 447	121 700	-67 900	53 847	6,2
2002	1 941	7 806	844 508	57 314	-141 206	-83 939	-9,0
2003	1 870	7 509	953 302	82 609	26 185	108 794	12,9
2004	1 968	7 876	1 106 222	113 731	39 189	152 920	16,0
2005	2 060	8 497	1 525 208	236 277	182 709	418 986	37,9
2006	2 238	9 473	1 844 850	241 344	78 298	319 642	21,0
2007	2 868	11 115	2 059 395	188 488	26 057	214 545	11,6
2007							
jan.	2 260	9 563	1 895 810	30 749	20 211	312 566	19,7
fév.	2 278	9 637	1 908 707	59 832	4 025	270 601	16,5
mars	2 248	9 680	1 927 360	66 210	16 300	252 100	15,0
avril	2 276	9 793	1 966 996	57 694	13 492	264 757	15,6
mai	2 302	9 900	2 024 662	50 189	65 766	366 985	22,1
juin	2 352	10 042	2 047 022	64 409	55 253	394 896	23,9
juil.	2 407	10 194	2 052 977	65 947	20 034	373 459	22,2
août	2 460	10 336	2 035 294	44 535	-33 903	327 888	19,2
sep.	2 501	10 415	2 059 144	23 330	-11 208	326 114	18,8
oct.	2 618	10 644	2 123 519	24 189	46 353	342 402	19,2
nov.	2 761	10 924	2 063 797	30 883	-2 380	264 272	14,7
déc.	2 868	11 115	2 059 395	34 539	-34 288	214 545	11,6
2008							
jan.	2 932	11 262	1 951 141	-7 580	-100 674	55 331	2,9
fév.	2 972	11 387	1 962 845	9 027	2 677	54 138	2,8
mars	3 012	11 498	1 895 445	4 794	-72 194	-31 915	-1,7
avril	3 083	11 602	1 964 076	17 993	50 638	-2 920	-0,1
mai	3 105	11 716	1 996 959	15 709	17 174	-27 703	-1,4
juin	3 153	11 797	1 902 092	-15 346	-79 521	-144 930	-7,1
juil.	3 220	11 964	1 896 357	9 644	-15 379	-156 620	-7,6
août	3 284	12 110	1 917 993	3 149	18 487	-117 301	-5,8
sep.	3 322	12 234	1 796 696	-28 362	-92 934	-262 448	-12,7
oct.	3 351	12 300	1 647 028	-69 109	-80 558	-476 491	-22,4
nov.	3 364	12 374	1 604 237	-6 873	-35 918	-459 560	-22,3
déc.	3 371	12 325	1 559 653	-10 237	-34 347	-499 742	-24,3

Source : CSSF

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 sauf pour les données mensuelles relatives aux années 2007 et 2008.

3) Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.



LES OPC MONÉTAIRES

Le nombre de compartiments

Entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008, le nombre de compartiments monétaires a augmenté de 21 unités, passant de 463 à 484 unités. Notons que cette hausse n'est pas répartie uniformément tout au long de l'année; le nombre de compartiments monétaires s'est d'abord accru au cours du premier trimestre, puis est retombé à 464 en juillet, pour croître à nouveau au cours de la seconde partie de l'année.

La somme du bilan

Au 31 décembre 2008, la somme du bilan des OPC monétaires s'élevait à 340 milliards d'euros, ce qui représente une hausse de 87 milliards d'euros, soit 34,1%, par rapport au 31 décembre 2007. Cette progression repose à 95,1% sur l'accroissement des investissements nets, même si ces derniers se sont sensiblement tassés à partir du mois de septembre. Le solde, soit 4,9% du total de la progression, est dû à un effet de marché légèrement positif sur l'ensemble de l'année 2008. Notons que les OPC monétaires constituent la seule catégorie d'OPC à afficher un effet de marché positif en 2008.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont presque totalement constitués de dépôts en banque et de titres monétaires ou titres de créance ayant une échéance résiduelle inférieure à un an.

Au 31 décembre 2008, le portefeuille des titres autres que des actions représentait 67,2% des actifs, contre 73,9% fin 2007. En compensation, la part des créances sur les établissements de crédit dans le total des actifs s'est progressivement accrue; 11,9% fin décembre 2006, 23,2% fin 2007 et 31,1% fin 2008.

Cette réorientation des investissements, observée depuis août 2007, doit être analysée à la lumière des développements survenus sur les marchés financiers internationaux au cours de la même période. Face à l'incertitude sur les marchés financiers et en raison du niveau relativement élevé des taux d'intérêt sur les marchés monétaires entre septembre 2007 et septembre 2008, les investissements des OPC monétaires se sont davantage orientés vers les placements bancaires. Cette tendance s'est encore poursuivie en octobre et novembre derniers, malgré la baisse des taux directeurs dans la zone euro. Toutefois, on assiste à un renversement de tendance à partir de décembre; la part des titres dans le total des actifs est légèrement remontée. Ce revirement est sans doute la conséquence de la baisse des taux sur le marché monétaire.

Ce portefeuille est investi dans des titres émis par des établissements de crédit (64,8% du total du portefeuille en décembre 2008), des titres émis par des émetteurs du secteur privé non bancaires (22,2%) et dans des titres émis par le secteur public (13,0%). On notera que la part des titres émis par les établissements de crédit et par le secteur public s'est progressivement accrue au cours de 2008, au détriment de la part du secteur privé non bancaire, qui a reculé de 38,0% à 22,2% entre décembre 2007 et décembre 2008. En particulier, la progression de la part des titres émis par le secteur public s'est accélérée en fin d'année, passant de 5,4% en août à 13,0% en décembre. Cette évolution reflète les besoins accrus de fonds de la part des établissements de crédit et des administrations publiques au cours de la période sous revue.

Fin 2008, la ventilation des investissements en titres par zone géographique se présentait comme suit; 1,3% de titres émis par des résidents luxembourgeois, 49,7% de titres émis par des résidents des autres pays membres de la zone euro, et 49,1% de titres émis dans le reste du monde. Au quatrième trimestre de 2008, la part des titres émis par des résidents luxembourgeois a enregistré un certain recul: dans le passé récent, soit entre 2004 et le troisième trimestre de 2008, cette part s'élevait en moyenne à 2,2%.

Les titres autres que des actions émis par les résidents luxembourgeois et détenus dans le portefeuille des OPC monétaires se concentrent traditionnellement sur le secteur financier. Ainsi, les investissements dans des titres émis par des établissements de crédit et autres intermédiaires financiers luxembourgeois s'élevait à 2,5 milliards d'euros fin décembre 2008, ce qui représentait 86,0% du total des titres émis par des résidents.

Les investissements dans des titres émis par des non-résidents sont également caractérisés, mais dans une moindre mesure, par une forte concentration sur le secteur des établissements de crédit et autres intermédiaires financiers. En décembre 2008, cette part s'élevait à respectivement 68,0% pour les titres émis par des résidents de la zone euro, et à 74,6% pour les titres émis dans le reste du monde.

Tableau 16
Portefeuille de titres autres que des actions détenus par les OPC monétaires luxembourgeois
(en millions de EUR, sauf indication contraire; encours en fin de période)

Emetteur des titres	Montants en millions d'euros			Variation en millions d'euros et en %				Poids relatif	
	2007/12	2008/09	2008/12	2007/12 - 2008/12		2008/09 - 2008/12		2008/12	
				en millions d'euros	en %	en millions d'euros	en %	Total ¹⁾	Zone géographique ²⁾
Emetteurs résidents	5 473	4 871	2 910	-2 563	-46,8	-1 962	-40,3	1,3	100,0
Etablissements de crédit	2 961	3 199	1 758	-1 203	-40,6	-1 441	-45,0	0,8	60,4
Administrations publiques	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Autres secteurs	2 511	1 672	1 152	-1 359	-54,1	- 521	-31,1	0,5	39,6
Autres intermédiaires financiers	2 187	1 224	743	-1 443	-66,0	- 480	-39,3	0,3	25,6
Sociétés d'assurances et fonds de pension	77	103	62	- 15	-19,1	- 40	-39,3	0,0	2,1
Sociétés non financières	248	346	346	98	39,7	0	0,0	0,2	11,9
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs des autres pays de la zone euro	90 007	112 743	113 612	23 605	26,2	869	0,8	49,7	100,0
Etablissements de crédit	52 545	71 623	62 608	10 063	19,2	-9 015	-12,6	27,4	55,1
Administrations publiques	9 394	10 395	25 429	16 036	170,7	15 034	144,6	11,1	22,4
Autres secteurs	28 069	30 726	25 575	-2 494	-8,9	-5 151	-16,8	11,2	22,5
Autres intermédiaires financiers	15 340	17 641	14 645	- 694	-4,5	-2 996	-17,0	6,4	12,9
Sociétés d'assurances et fonds de pension	777	1 423	1 182	405	52,1	- 241	-16,9	0,5	1,0
Sociétés non financières	11 952	11 661	9 747	-2 205	-18,4	-1 914	-16,4	4,3	8,6
Ménages et ISBLM	0	0	0	0	-	0	-	-	-
Emetteurs du reste du monde	92 052	118 005	112 236	20 185	21,9	-5 769	-4,9	49,1	100,0
Etablissements de crédit	49 810	81 568	83 696	33 886	68,0	2 128	2,6	36,6	74,6
Administrations publiques	1 602	3 646	4 199	2 597	162,2	553	15,2	1,8	3,7
Autres secteurs	40 641	32 791	24 341	-16 299	-40,1	-8 450	-25,8	10,6	21,7
Total	187 531	235 619	228 758	41 227	22,0	-6 862	-2,9	100,0	100,0

Source: BCL

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

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

2.8 LE COMMERCE EXTÉRIEUR

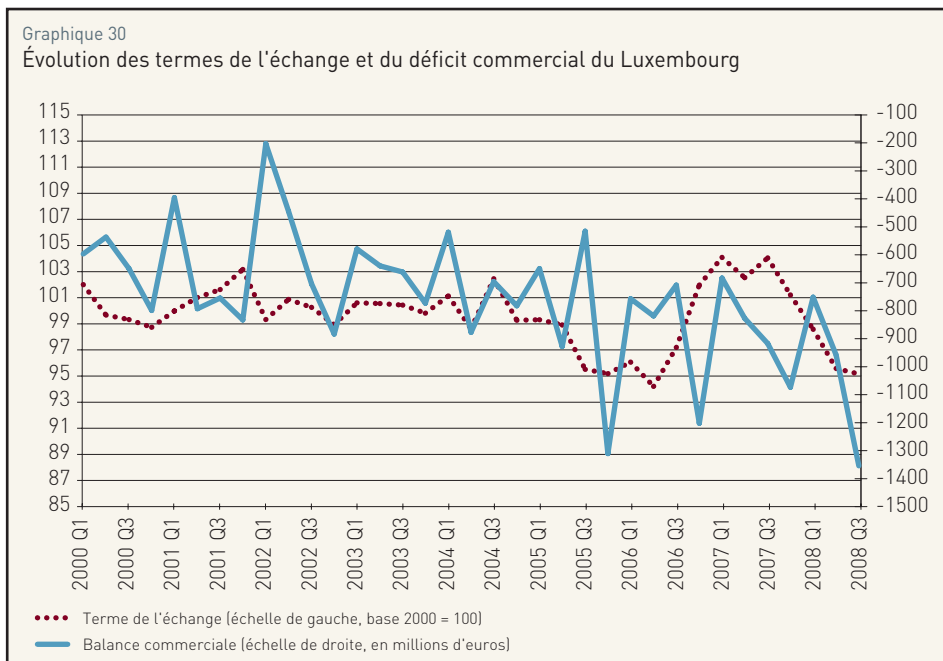
Le ralentissement de la conjoncture économique au niveau international s'est répercuté sur les échanges des biens du Luxembourg, surtout au cours du quatrième trimestre 2008. Les exportations ont ainsi reculé, en données brutes, de 9,5% au quatrième trimestre de 2008, par rapport au même trimestre de 2007. Les exportations étaient déjà en recul de 2% au premier trimestre 2008. Toutefois, les exportations luxembourgeoises ont enregistré des taux de croissance positifs au deuxième (+7%) et au troisième (+11%) trimestre de 2008. Du côté des importations, après avoir fortement progressé au deuxième (+7%) et au troisième (+16%) trimestres 2008, leur taux de croissance s'est ralenti au quatrième trimestre (+2,7%) de 2008. En considérant les évolutions sur l'ensemble de l'année 2008, grâce aux résultats des deuxième et troisième trimestres 2008, le taux de croissance annualisé des exportations est resté positif à 1,7% (pour atteindre 12 milliards d'euros sur toute l'année 2008) mais s'est fortement ralenti par rapport à l'année 2007

(+4,3%). Le taux de croissance des importations s'est par contre accéléré à 6,6% (pour atteindre 17 milliards sur toute l'année 2008) contre 4% en 2007. La croissance des importations ayant dépassé celle des exportations, le déficit du commerce extérieur s'est fortement accru (+19,6%) en s'établissant à 5 milliards d'euros sur toute l'année 2008.

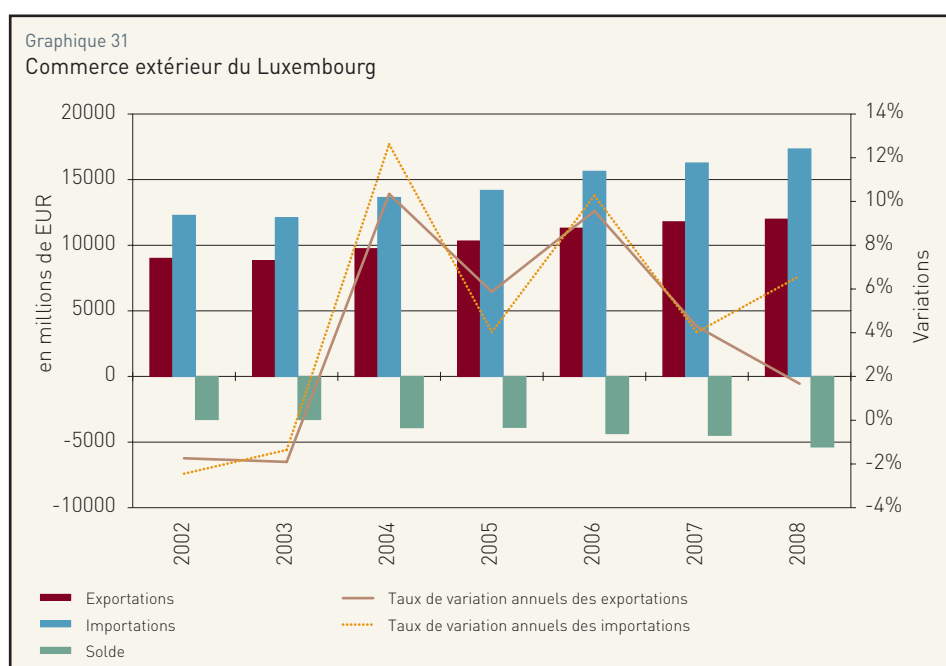
C'est en termes de volumes que l'on perçoit mieux l'effet négatif du ralentissement de la demande internationale sur les échanges de biens du Luxembourg. Les exportations se sont en effet réduites de 2,6% en volumes sur les trois premiers trimestres de 2008. Sur cette période, les importations se sont contractées davantage (-7,4%). La croissance positive observée en termes nominaux provient donc d'une hausse des prix tant à l'exportation qu'à l'importation. Toutefois les prix à l'importation ont progressé davantage que les prix à l'exportation. En effet, l'indice des valeurs unitaires à l'importation a augmenté de 16,6%, sous l'effet de la hausse des produits pétroliers sur les trois premiers trimestres

de 2008, comparée à une hausse de 8,5% pour les valeurs unitaires à l'exportation. Cette évolution a occasionné une importante détérioration (-6,9%) des termes de l'échange, ce qui est à la base de la hausse du déficit commercial du Luxembourg.

La ventilation par catégorie de biens montre que le ralentissement de la croissance des exportations en valeur provient de la réduction des ventes de machines et équipements (-9,7%), de boissons et tabac (-3%) et d'articles manufacturés classés d'après la matière première (-3%). Les livraisons de produits sidérurgiques, qui représentent près d'un tiers des exportations luxembourgeoises, ont progressé de 10% en valeur sur toute l'année 2008, même si cette croissance a été négative au premier trimestre et au quatrième trimestre 2008. L'évolution des exportations selon les principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra-zone euro, qui



Source : Statec



Source : Statec

absorbent habituellement près de trois quarts des exportations luxembourgeoises, ont augmenté de 2,4 %. Les livraisons vers les Etats-Unis ont également augmenté (+5,3 %) tandis que celles à destination d'Asie et des pays d'Europe de l'Est ont reculé respectivement de 10 % et de 14 %.

La hausse des importations en valeur est due en grande partie aux fournitures de produits pétroliers dont la facture a fortement augmenté (+27 %) en 2008, du moins sur les trois premiers trimestres de l'année. A cela s'ajoute la hausse en valeur des importations de matières brutes (+11 %), de produits chimiques et connexes (+8 %), de produits alimentaires (+7 %), ainsi que de consommations intermédiaires de la sidérurgie (+10 %). Les baisses n'ont affecté que les fournitures de boissons et tabacs (-3,7 %) et de machines et équipements (-2,5 %). Par ailleurs, les importations en provenance de la zone euro (89 % de toutes les importations) ont progressé de 8 % alors que les fournitures en provenance des Etats-Unis et des pays d'Asie ont fortement baissé.

2.9 LA BALANCE DES PAIEMENTS

2.9.1 Le compte courant¹⁵

Le compte courant a enregistré un excédent cumulé de 1,5 milliard d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008, soit une chute de 36 % par rapport au niveau atteint sur la même période de 2007. Cette importante détérioration s'explique par la stagnation de l'excédent des services, accompagnée d'une aggravation des déficits dans les marchandises et dans les transferts courants.

Après avoir progressé à un rythme soutenu ces dernières années, l'excédent des services a enregistré une croissance nulle sur les trois premiers trimestres de 2008. Cette stagnation du surplus des services s'explique par le recul des exportations nettes de services financiers. Il s'agit de la première contraction depuis cinq ans, après les reculs exceptionnels enregistrés au premier et deuxième trimestres 2003. En effet sur la période 2004-2007, l'excédent des services financiers, qui représente 75 % du surplus total des services, a enregistré un taux de croissance annuel de 22 % en moyenne. C'est cette forte progression du surplus des services financiers qui a soutenu ces dernières années le surplus courant du Luxembourg.

La chute soudaine de l'excédent des services financiers est directement liée à l'intensification de la crise financière internationale depuis le troisième trimestre 2008. En effet, les exportations nettes des services financiers découlent en grande partie des commissions perçues par les banques résidentes, dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. La baisse généralisée des cours d'actifs sur les marchés financiers a affecté négativement les commissions perçues par les banques résidentes.

S'agissant de l'excédent des autres activités de services, il a progressé de 6 % sur les trois premiers trimestres de 2008, sous l'impulsion des activités de transport (fret aérien) et de communication.

La détérioration marquée (+26 %) du déficit des biens qui a atteint 3 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008 s'explique essentiellement par le renchérissement des produits énergétiques sur cette période et par une acquisition nette d'or non-monnaire. Le creusement du déficit des transferts courants résulte quant à lui en grande partie des revenus monétaires réalloués au sein de l'Eurosystème. Concernant les revenus, la légère résorption (-1 %) de leur déficit, dans un contexte de croissance continue (+12 %) de la rémunération nette des frontaliers, s'explique à la fois par une hausse de la marge d'intérêts des banques résidentes et par une forte réduction des dividendes attribués aux actionnaires non-résidents.

¹⁵ Voir Chapitre 2 pour plus de détails sur les évolutions récentes dans le compte courant du Luxembourg.

2.9.2 Le compte financier

Les transactions financières avec le reste du monde se sont soldées par une sortie nette de capitaux de 2,3 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008. Dans les différentes composantes du compte financier, les entrées nettes de fonds liées aux investissements de portefeuille ont lourdement chuté à 29 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008 contre 90 milliards sur la période correspondante de 2007. En revanche, les flux d'investissements directs et d'autres investissements ont respectivement enregistré des sorties nettes en forte baisse à 11 milliards et 12 milliards d'euros (contre des sorties nettes respectives de 43 milliards et 53 milliards sur la période correspondante de 2007).

Dans les investissements de portefeuille, la crise financière internationale a eu d'importantes répercussions sur les titres de participation dont les transactions se sont soldées par des entrées nettes en forte baisse à 34 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008, contre 154 milliards sur la même période de 2007. Du côté des engagements, les non-résidents ont procédé à d'importantes ventes nettes de titres émis par le Luxembourg (essentiellement des parts d'OPC), occasionnant des sorties nettes de 12,4 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008, comparées aux achats nets de 182 milliards sur la même période de 2007. La décomposition des flux par trimestre montre que les sorties nettes sont survenues essentiellement au troisième trimestre de 2008 (à concurrence de 26 milliards), lorsque les turbulences financières se sont intensifiées. Du côté des avoirs, les résidents ont eu le même comportement que les non-résidents en vendant massivement les actions étrangères, ce qui a occasionné des entrées nettes de 46 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008. Au total, les flux sur titres de participation se sont donc soldés par des entrées nettes de 34 milliards d'euros étant donné que les ventes nettes par les résidents de titres étrangers (46 milliards d'entrées) ont dépassé les rapatriements des fonds des non-résidents (12 milliards de sorties).

En ce qui concerne les titres de créance, sur les trois premiers trimestres de 2008, les résidents ont placé 15 milliards d'euros dans les titres étrangers, essentiellement dans les instruments du marché monétaire, au détriment des obligations qui ont subi des ventes nettes au premier et au second trimestre 2008. Les placements des non-résidents dans les titres de créance luxembourgeois (essentiellement dans les obligations) ont été moins importants (+10 milliards d'euros). Les transactions sur titres de créance se sont en conséquence soldées par des sorties nettes de 5 milliards sur les trois premiers trimestres de 2008, contre 64 milliards sur la période correspondante de 2007.

Les sorties nettes d'investissements directs ont porté sur les participations au capital social (71 milliards d'euros) qui ont néanmoins été partiellement compensées par les entrées nettes (60 milliards) sur les prêts intra-groupes. Dans les autres investissements (prêt et dépôts classiques), les sorties nettes de 12 milliards d'euros sont attribuées essentiellement aux institutions financières monétaires (BCL exclue).

Tableau 17
Balance des paiements du Luxembourg

Unité: Million EUR	janvier - septembre 2007			janvier - septembre 2008		
	Crédit	Débit	Solde	Crédit	Débit	Solde
COMPTE COURANT	141 081	138 739	2 342	156 892	155 392	1 500
Marchandises	10 089	12 507	-2 419	11 081	14 136	-3 055
Services	34 575	20 125	14 450	35 329	20 830	14 499
Revenus	93 235	101 605	-8 370	107 043	115 368	-8 325
Transferts courants	3 182	4 502	-1 320	3 439	5 058	-1 620
COMPTE DE CAPITAL	49	124	-75	42	196	-154
	Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Net
COMPTE FINANCIER ²⁾			-1 928			-2 349
Investissements directs ³⁾	-113 841	70 964	-42 877	-47 449	36 138	-11 311
Opérations en capital et bénéficiaires réinvestis	-92 888	56 511	-36 377	-40 435	-31 007	-71 442
Autres opérations, Prêts intragroupes	-20 953	14 453	-6 500	-7 015	67 146	60 131
Investissements de portefeuille	-98 928	189 032	90 104	31 068	-1 963	29 104
Titres de participation	-28 157	182 496	154 339	46 227	-12 368	33 860
Titres de créance	-70 771	6 536	-64 235	-15 160	10 404	-4 755
Produits financiers dérivés	-126 463	74 965	2 352	-73 348	61 394	-7 859
Autres investissements			-51 499			-11 954
Avoirs de réserve			-9			-329
ERREURS ET OMISSIONS			-339			1 003

Source: BCL/Stateg

1) 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 de réserve, un signe négatif indique une entrée, un signe positif une diminution.

3) Pour les investissements directs, les avoirs se réfèrent aux investissements directs à l'étranger et les engagements aux investissements directs au Luxembourg.

2.10 LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La première estimation des comptes trimestriels pour le 3^{ème} trimestre 2008 fait état d'un recul du glissement annuel du PIB au troisième trimestre 2008. Celui-ci s'est établi à 0%, après +2,4% au second trimestre 2008.

La croissance a été revue à la baisse de 0,3 point aux premier et deuxième trimestres 2008 à respectivement +2,4% et +0,9%. Concernant le profil trimestriel, il apparaît que la croissance a été négative aux premier et troisième trimestres de l'année 2008. Elle s'est établie à -0,8% (révision à la baisse de 0,9 point par rapport à l'estimation précédente) au premier trimestre 2008 et à -1,4% au troisième 2008 (après +1,5%).

Au niveau sectoriel, il apparaît que tous les secteurs ont été touchés par ce recul de l'activité au troisième trimestre 2008 – par rapport au trimestre précédent – à l'exception de l'agriculture, du commerce et des « autres activités de service ».

Tableau 18
PIB et valeur ajoutée par branche de production (données à prix constants, corrigées des variations saisonnières)

	Taux de variation trimestriels				Taux de variation annuels			
	2007T4	2008T1	2008T2	2008T3	2007T4	2008T1	2008T2	2008T3
Produit intérieur brut	0,7	-0,8	1,5	-1,4	3,8	0,9	2,4	0,0
Agriculture, chasse et pêche	-3,2	4,4	-3,6	2,1	-6,8	-10,5	-9,0	-0,6
Industrie y compris énergie	-1,9	0,4	4,9	-0,8	-3,2	-2,1	2,9	2,5
Construction	3,7	-0,5	0,4	-5,4	0,1	-4,0	-0,1	-2,0
Commerce, transports et communications	2,2	-0,3	2,3	0,1	8,4	2,6	6,2	4,4
Activités financières et services aux entreprises	-1,5	2,1	-0,2	-3,2	4,3	1,0	1,8	-2,8
Autres activités de services	0,7	-0,9	1,2	0,6	2,3	0,5	1,7	1,6
Valeur ajoutée totale	0,6	-0,6	1,5	-1,6	4,1	0,5	2,7	0,0

Source: Stateg

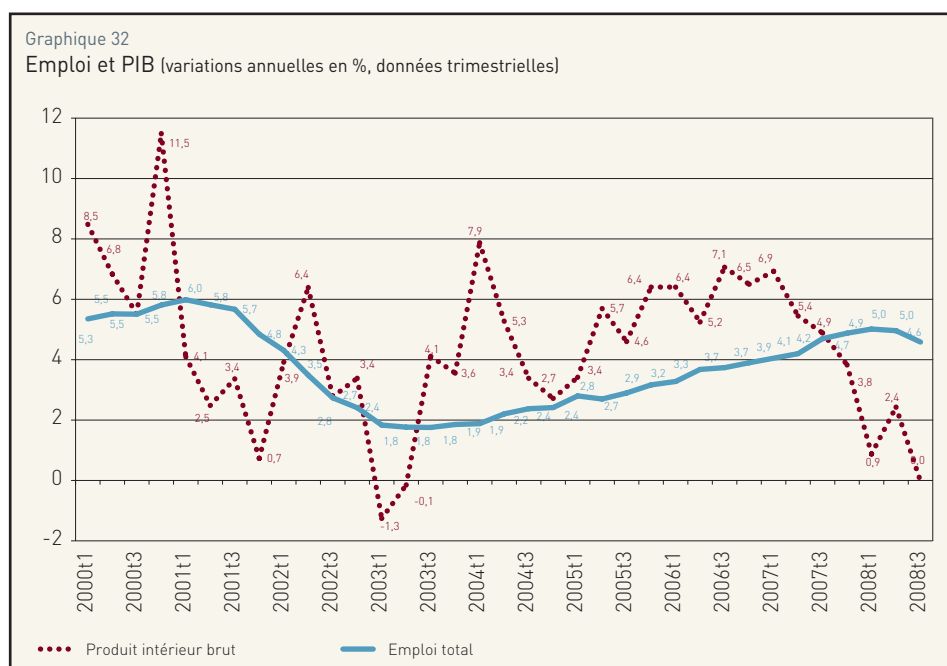
Les composantes de la demande affichent des évolutions contrastées au troisième trimestre 2008. Alors que les dépenses de consommation privée et les exportations ont reculé – par rapport au trimestre précédent, l’investissement et les importations se sont fortement redressés.

Tableau 19
PIB et composantes de la demande (données à prix constants, corrigées des variations saisonnières)

	Taux de variation trimestriels				Taux de variation annuels			
	2007T4	2008T1	2008T2	2008T3	2007T4	2008T1	2008T2	2008T3
Consommation privée	0,0	0,3	1,2	-0,3	1,3	1,5	3,1	1,2
Consommation publique	0,6	-1,4	1,3	0,9	2,3	0,7	1,1	1,4
Formation brute de capital	-5,9	-0,7	-2,9	10,9	-6,2	-4,3	-15,5	12,1
Demande intérieure	0,1	-0,3	1,3	0,1	1,5	0,7	2,5	1,2
Importations	-0,2	-2,5	-0,5	3,7	2,5	2,6	1,7	0,4
Exportations	1,4	-1,6	1,0	-2,4	4,6	3,9	4,0	-1,6
Exportations nettes	-1,8	5,9	11,9	-23,2	15,7	5,1	14,0	-10,6
Produit intérieur brut	0,7	-0,8	1,5	-1,4	3,8	0,9	2,4	0,0
Déflateur du PIB	1,1	0,8	-0,6	2,4	1,7	3,1	0,5	3,7
Emploi salarié	1,2	1,2	1,2	1,0	5,1	5,2	5,1	4,7
Emploi total	1,2	1,2	1,1	1,0	4,9	5,0	5,0	4,6
Coût salarial moyen total	0,4	0,8	1,0	0,3	3,6	1,6	2,6	2,5
Productivité du travail	-0,5	-1,9	0,3	-2,4	-1,0	-3,9	-2,4	-4,4
Coût unitaire du travail	0,8	2,8	0,7	2,8	4,7	5,8	5,1	7,2

Source : STATEC

La progression annuelle de l’emploi, quant à elle, apparaît plus dynamique que celle du PIB depuis le troisième trimestre de 2007. L’emploi, qui semble avoir atteint un pic de croissance au cours du premier semestre 2008, a depuis lors entamé une décélération. Par ailleurs, les estimations relatives à la progression de l’emploi pour le quatrième trimestre 2008 décrivent une accentuation du ralentissement observé au trimestre précédent, ce qui pourrait peiner en partie le déclin de la productivité du travail observé depuis la fin 2007. En effet, la productivité affiche un recul (selon les données en variations annuelles) depuis le dernier trimestre de 2007. Cette situation témoigne d’un ajustement retardé entre les évolutions de l’emploi et de l’activité économique, ce qui n’est pas inhabituel (voir graphique 32).



Ces nouvelles estimations de la comptabilité nationale mettent aussi en lumière une modération de la croissance annuelle de la rémunération moyenne par salarié au cours des trois premiers trimestres de 2008 (2,2% en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l’année 2008, après 4,5% au cours des trois premiers trimestres de l’année 2007). Ce ralentissement est imputable à la moindre contribution de l’indexation automatique des salaires (1,9 pp au cours des trois premiers trimestres de 2008 après 2,5 pp au cours des trois premiers trimestres de 2007), mais aussi à la part contributive plus faible des « autres composantes » (0,3 pp après 2,0 pp l’année précé-

Source : Statec, calculs BCL

dente à la même période). Cette moindre progression des salaires serait imputable au ralentissement économique mais aussi au fait qu'il n'y ait pas eu d'ajustement du salaire minimum et des salaires dans la fonction publique en 2008.

En outre, la modération de la croissance de la rémunération moyenne par salariée observée au cours des trois premiers trimestres de 2008 s'est accompagnée d'un recul substantiel de la productivité du travail, ce qui a conduit à un gonflement des coûts salariaux unitaires. De fait, ce scénario a généré une croissance annuelle des coûts salariaux unitaires de 6,1% en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2008 qui se dégage alors qu'ils affichaient 3,1% l'année précédente sur la même période. Ce tableau de la conjoncture luxembourgeoise (dépeint par les dernières estimations des comptes nationaux trimestriels pour les trois premiers trimestres de l'année 2008) doit cependant être considéré avec la plus grande prudence car ces résultats vont, sur base de l'expérience acquise, nécessairement faire l'objet de révisions lors de publications ultérieures.

2.11 RETOUR SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE L'HIVER 2008

Les projections macroéconomiques de la BCL, qui datent de décembre dernier, tablent sur une hausse du PIB comprise dans une fourchette allant de 1,8% à 2,4% en 2008 (après +5,2% en 2007). Pour l'année 2009, elles tablent sur une poursuite du ralentissement, avec un taux de croissance du PIB réel compris entre -0,5% et +0,5%.

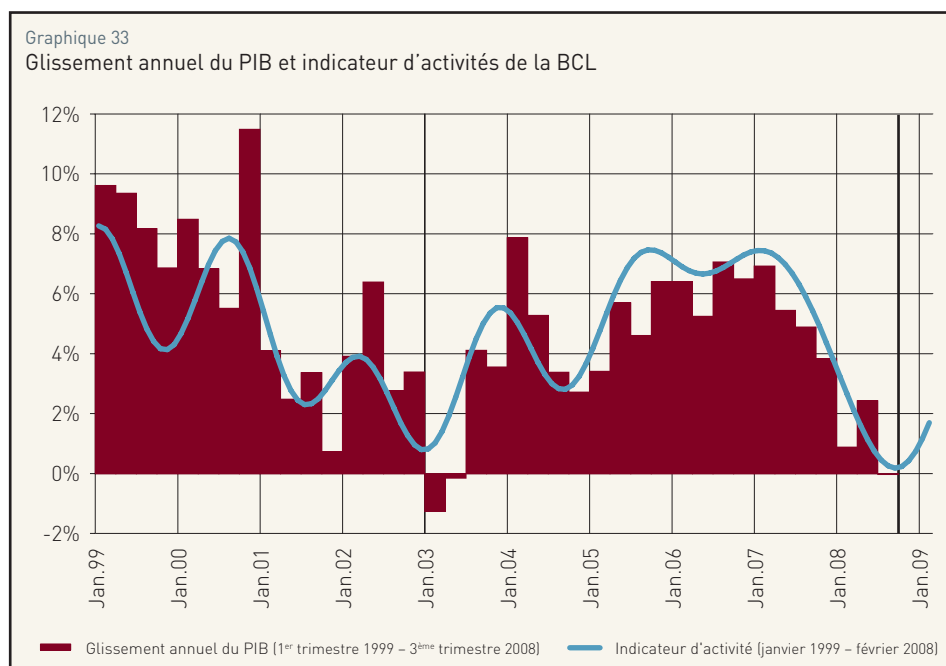
Ces projections ont été élaborées dans un contexte économique particulier. La crise économique, d'origine purement financière, était en train de se généraliser au reste de l'économie. Les perspectives économiques dans l'industrie manufacturière s'assombrissaient, tandis que le secteur bancaire subissait des pertes directes sur ses actifs suite aux faillites d'autres institutions financières, ainsi que des pertes latentes suite à l'effondrement des cours sur les marchés d'actions, obligataires et des produits structurés. Dans le même temps, la baisse du prix en dollar du pétrole s'accroissait et, la tendance baissière du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar se précisait. Enfin, la zone euro était officiellement en récession technique, affichant un taux de croissance trimestriel du PIB réel négatif aux deuxième et troisième trimestres 2008. Le Luxembourg pouvait donc sembler faire preuve d'une certaine résistance avec des créations d'emplois toujours dynamiques. De surcroît, la première estimation des comptes pour le deuxième trimestre 2008 faisait état d'un net rebond de la croissance du PIB entre le premier et le deuxième trimestre 2008. Aussi, le ralentissement anticipé de l'économie qui devait se poursuivre en 2008 devait conduire à une croissance certes inférieure à la moyenne historique observée, mais a priori légèrement supérieure à l'acquis qui était alors observé (+1,8% à l'issue du second trimestre 2008 d'après la première estimation des comptes trimestriels par le STATEC). L'indicateur d'activité de la BCL, pour sa part, conduisait à privilégier la fourchette haute des projections pour la croissance économique en 2008.

Depuis lors, de nouvelles statistiques économiques et financières ont été publiées. Ces dernières conduisent désormais à des perspectives de croissance au Luxembourg nettement plus défavorables que les projections macroéconomiques le laissaient entendre en décembre dernier. Les éléments qui laissent présager une révision à la baisse de nos projections sont multiples. Premièrement, la première estimation des comptes trimestriels publiés mi-janvier par le STATEC fait état d'un glissement annuel du PIB égal à zéro au troisième trimestre 2008 (après +2,4% au second trimestre 2008). De plus, la croissance a été revue à la baisse de 0,3 point aux premier et deuxième trimestres 2008 à respectivement +2,4% et +0,9%. Deuxièmement, les informations conjoncturelles disponibles pour le quatrième trimestre 2008 témoignent d'un repli de l'activité dans le bâtiment et l'industrie. Les dernières enquêtes de conjoncture indiquent une évolution morose de la production industrielle début 2009. En outre, le recul de la demande de crédits immobiliers émanant des ménages et des permis de bâtir suggèrent un ralentissement de l'investissement privé en construction. Troisièmement, l'élargissement de la crise financière aux autres secteurs de l'économie et aux pays émergents s'est intensifié ces derniers mois. Dans le même temps, la croissance chez nos principaux partenaires européens s'est érodée un peu plus au quatrième trimestre 2008. Selon la première estimation d'Eurostat, le PIB de la zone euro a diminué de 1,5% au quatrième

trimestre 2008 par rapport au trimestre précédent (après avoir enregistré une croissance négative de 0,2% aux premier et deuxième trimestres de l'année 2008). Cela signifie que l'environnement économique international est désormais nettement plus défavorable pour le Luxembourg.

L'indicateur d'activité de la BCL, qui intègre les dernières informations conjoncturelles disponibles au 27 février 2009, a été orienté à la baisse entre janvier 2007 et septembre 2008. Les résultats provisoires¹⁶ portent sur la période allant d'octobre 2008 à février 2009. Ils montrent que l'indicateur d'activité a cessé de se dégrader au cours de ces derniers mois. Le même constat s'observe dans plusieurs pays de la zone euro, où des indicateurs conjoncturels ont fait preuve de résistance en début d'année. Il convient de rester prudent dans l'interprétation de ces dernières évolutions car ces indicateurs ne signalent nullement une amélioration durable de la situation économique. L'indicateur d'activité de la BCL pour le Luxembourg, s'il a cessé de se dégrader, continue ainsi d'évoluer à des niveaux extrêmement faibles, comparables à ceux observés début 2003. Par ailleurs, il faut garder à l'esprit que sa corrélation avec le glissement annuel du PIB atteint son maximum lorsque l'indicateur d'activité est avancé de trois mois. Autrement dit, le redressement de l'indicateur observé depuis octobre 2008 ne présage pas d'un rebond du glissement annuel du PIB au quatrième trimestre 2008 (après +0% au troisième).

De manière plus générale, les derniers résultats de l'indicateur d'activité sont en ligne avec une nette diminution de la croissance du PIB réel en moyenne annuelle en 2008. D'après les calculs effectués à l'aide de l'indicateur, la croissance du PIB s'établirait dans une fourchette comprise entre +0,6% et +1,0% en moyenne annuelle en 2008 (après +5,2% en 2007).



La situation économique au Luxembourg devrait nettement se dégrader en 2009 - dans le sillage de la récession dans la zone euro. Les projections de la BCE pour la zone euro sont sensiblement plus pessimistes que celles de l'Eurosystème qui prévalaient en décembre dernier. Elles tablent désormais sur une récession extrêmement sévère qui conduirait à un recul du PIB de la zone euro en 2009 compris entre -3,2% et -2,2% (après +0,8% en 2008). Un tel scénario pour la zone euro va de pair avec un recul marqué de la demande internationale adressée au Luxembourg en 2009. A cet égard, notre projection de décembre 2008, tablant sur une croissance comprise entre -0,5% et +0,5% au Luxembourg en 2009 et une quasi-stagnation de la demande mondiale, apparaît

optimiste et sera certainement revue à la baisse lors de nos projections de juin. La croissance du PIB pour 2009 sera ainsi négative au Luxembourg et une baisse limitée à -0,5% paraît hélas bien optimiste sur la base des informations actuellement disponibles. Dans un tel contexte, la dégradation du marché de l'emploi devrait s'amplifier. Il reste à voir dans quelle mesure les décisions du Conseil de gouvernement auront un impact rapide sur l'activité économique et financière au Luxembourg.

16 Les résultats sont provisoires dans la mesure où parmi la centaine de séries utilisées pour la construction de l'indicateur, certaines ne sont pas disponibles après septembre 2008.

2.12 LES FINANCES PUBLIQUES

La situation des finances publiques luxembourgeoises n'a pas drastiquement changé depuis les dernières projections de la BCL dans son bulletin de décembre 2008. Par contre, l'incertitude quant à l'évolution de celle-ci s'est accrue.

La crise financière qui a fortement touché les marchés européens en octobre et novembre 2008 et qui continue à persister tout en se propageant à l'économie réelle n'a pas épargné l'économie luxembourgeoise qui, selon toute vraisemblance, sera en récession en 2009. De plus, l'affaire Madoff, qui a bouleversé le monde financier, risque d'écorner la réputation du secteur financier luxembourgeois¹⁷.

Afin de remédier à la dégradation de la situation économique du pays, **le comité de coordination tripartite** s'est réuni le 21 janvier 2009 pour analyser la situation économique et financière du pays. Celui-ci a étudié un premier paquet de mesures visant à contrecarrer à court terme les effets de la crise économique et a donné son aval à une série de projets d'investissements publics. Ces investissements concernent les travaux de réparation dans les écoles, les bâtiments publics et les châteaux. Les nouvelles mesures éventuelles seront présentées lors de la prochaine réunion du comité de coordination tripartite qui a été fixée au 3 mars 2009. Il est à noter que de nombreuses mesures fiscales ont été adoptées par la Chambre des Députés dans le cadre du budget 2009 afin de soutenir l'économie et d'atteindre les objectifs stratégiques définis par **le plan européen de relance économique**¹⁸. Celui-ci a été adopté par le Conseil européen des 11 et 12 décembre 2008 et s'articule autour des mesures de politique économique suivantes :

- 1) des mesures de soutien à la demande, mises en œuvre conformément aux principes « timely, temporary and targeted » ;
- 2) des augmentations de la dépense publique, des diminutions des charges sociales, des réductions judicieuses de la pression fiscale, des soutiens à certaines catégories d'entreprises ou des aides directes aux ménages les plus vulnérables ;
- 3) un effort accru de mise en œuvre des réformes structurelles dans le cadre de la Stratégie de Lisbonne.

Depuis le dépôt du projet de budget pour l'exercice 2009, le Gouvernement luxembourgeois a adopté les mesures suivantes :

1) Dépenses d'investissement

Le programme de stabilité et de croissance du Luxembourg d'octobre 2008 prévoit des dépenses d'investissement de l'administration publique de 4,1 % du PIB en 2009, et pour l'année 2010 une expansion du volume des investissements à 4,4 % du PIB est prévue. Le Gouvernement est en train d'examiner la possibilité d'entamer dès 2009 certains projets d'investissements prévus au budget pluriannuel des dépenses en capital pour les années 2010-2013. Un programme de rénovation, de réparation et d'entretien d'infrastructures publiques a été également lancé, comme mentionné ci-dessus.

¹⁷ Les revenus en provenance de la taxe d'abonnement seront touchés directement et afficheront une baisse. Avec la crise financière persistante, et l'affaire Madoff qui s'y rajoute, les recettes en provenance de la taxe d'abonnement n'atteindront certainement pas les 650 millions d'euros prévus dans le budget de l'Etat 2009.

¹⁸ Ces mesures sont : Indexation partielle, à raison de 9 %, des barèmes de l'impôt sur le revenu des personnes physiques ; Introduction de crédits d'impôts pour salariés et pensionnés, et du crédit monoparental ; Mesures fiscales en faveur du logement : TVA-logement, épargne-logement, assurances solde restant dû ; Introduction du système chèques services ; Abolition du droit d'apport ; Elargissement du cercle des bénéficiaires de l'exonération de la retenue d'impôt sur les dividendes ; Doublement de l'allocation de chauffage, transformée en allocation de vie chère ; Adaptation du tarif de l'impôt sur le revenu des collectivités.

2) Mesures concernant le marché du travail

Un projet de loi prévoyant deux modifications temporaires (pour l'année 2009) du Code du travail a été introduit par le Gouvernement. Dans le cadre du chômage partiel de source conjoncturelle, le projet prévoit le remboursement de la part patronale de l'indemnité de compensation de l'Etat. De plus, l'application du principe de la période de référence annuelle dans le cadre du régime de chômage partiel de source conjoncturelle est assouplie.

3) Crédits à l'exportation

Les procédures pour les assurances de crédits à l'exportation sont simplifiées en vue d'inciter davantage les entreprises à exporter.

4) Subventions étatiques en faveur de la « consommation verte »

Celle-ci concerne l'octroi d'une aide financière aux personnes physiques lors de l'achat d'une voiture à faibles émissions de CO₂ et d'appareils électroménagers réfrigérants à basse consommation d'énergie (A++), ainsi que d'une « prime à la casse » pour la promotion du remplacement d'anciennes voitures par des véhicules à faibles émissions de CO₂.

5) Opérations menées par le Gouvernement luxembourgeois afin de stabiliser le système bancaire :

- entrée dans le capital de Fortis (actuelle BGL) à hauteur de 49,9 % (2,4 milliards euros) ;
- dotation de 376 millions d'euros dans Dexia Luxembourg sous forme d'obligations convertibles en actions ;
- garantie financière au groupe Dexia à hauteur de 4,5 milliards d'euros ($\pm 12\%$ du PIB), valable jusqu'au 31 octobre 2009 ;
- augmentation de la garantie pour les dépôts en banque de 20 000 euros à 100 000 euros.

Cet addendum complète le programme de stabilité et de croissance d'octobre 2008 par les informations suivantes :

- 1) estimation des effets du retournement conjoncturel non-anticipé sur les finances publiques ;
- 2) estimation de l'impact budgétaire des mesures prises par le Gouvernement dans le cadre du plan européen de relance économique.

Celui-ci a adopté comme cadre de référence macroéconomique les prévisions intérimaires de la Commission européenne publiées le 19 janvier 2009. Les projections concernent la période 2008-2010. Le tableau ci-dessous reprend les chiffres de la dixième actualisation du programme de stabilité et de croissance publiés en octobre 2008 et les compare aux prévisions utilisées dans l'addendum.

Tableau 20

Projections macro-économiques et fiscales du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg et de l'addendum de celui-ci

en % du PIB	2008		2009		2010	
	PSC	Addendum	PSC	Addendum	PSC	Addendum
PIB réel	2,5	1	3	-0,9	4,2	1,4
Emploi intérieur	3,7	4,8	2,7	1,8	2,2	0
Administration publique	2,3	2	1,1	-0,6	0,9	-1,5
Administration centrale	-0,5	0,8	-1,9	-3	-1,9	-3,7
Administrations locales	0,2	0,2	0,2	-0,1	0	-0,2
Sécurité sociale	2,6	2,5	2,9	2,6	2,5	2,4

Source : Ministère des Finances (Février 2009),

10^e actualisation du programme de stabilité et de croissance du Luxembourg - addendum, Luxembourg.

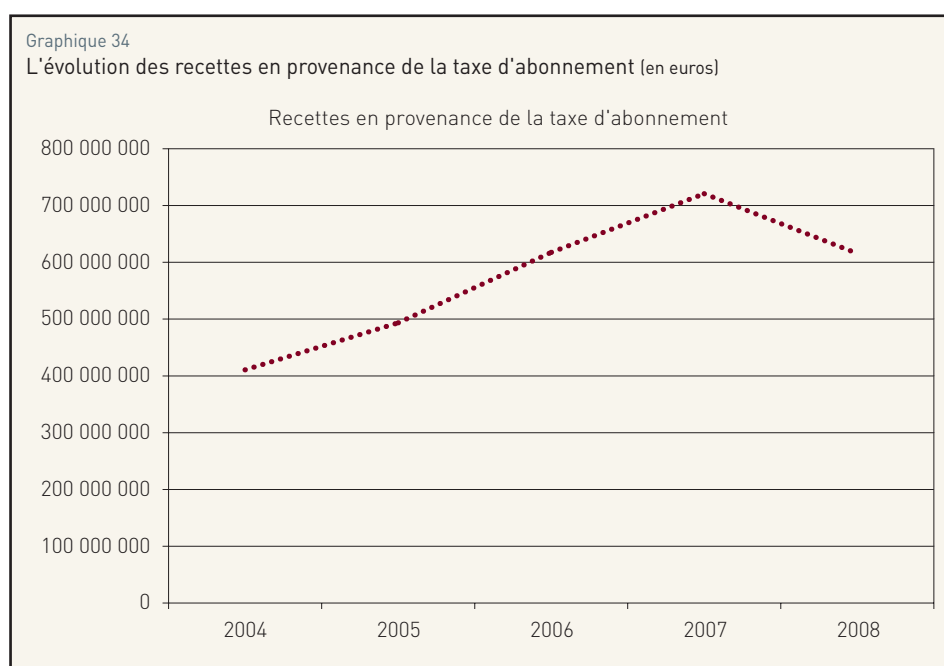
Le taux de croissance du PIB réel a été fortement revu à la baisse sur toute la période 2008-2010, mais plus particulièrement pour les années 2009 et 2010. Le Gouvernement argumente cette forte baisse par deux facteurs : une réduction du volume des investissements et une diminution des exportations de biens et services.

Le Gouvernement indique également qu'en 2008, les recettes publiques ont atteint les niveaux prévus au moment de la préparation du programme de stabilité tandis que pour les années 2009 et 2010 elles ont été révisées à la baisse de respectivement 405 et 620 millions d'euros. En ce qui concerne les dépenses, en 2008, l'augmentation du chômage et le recours à l'instrument du chômage partiel ont entraîné des dépenses supplémentaires de 27 millions d'euros pour le Fonds pour l'Emploi. En 2009 et 2010, l'impact budgétaire du retournement conjoncturel sur les dépenses de ce dernier est nettement plus significatif et entraîne des dépenses supplémentaires estimées à 110 millions l'an.

En 2008, le solde de financement des administrations publiques reste largement excédentaire, mais il a été révisé à la baisse en passant de 2,3% du PIB dans le programme de stabilité à 2,0% du PIB dans l'addendum. Par contre, en 2009 et en 2010 une détérioration significative des finances publiques se dessine. Les estimations présentées dans l'addendum aboutissent à un besoin de financement de l'administration publique de 0,6% du PIB en 2009 et 1,5% du PIB en 2010.

Ces projections des soldes des administrations publiques par le Gouvernement s'approchent donc de celles de la BCL de décembre 2008 pour toute la période de projection 2008-2010. Pour rappel, les projections fiscales de décembre 2008 de la BCL aboutissaient à un excédent budgétaire de 1,3% en 2008, et à des besoins de financement de 1,9% et 2,8% en 2009 et 2010 respectivement, prenant déjà en compte la baisse substantielle de croissance du PIB, la baisse de revenus de l'Etat ainsi que l'impact des différentes mesures fiscales adoptées dans le budget de l'Etat 2009. Par ailleurs, les risques qui ont été identifiés par la BCL concernant les recettes de l'Etat, tels que la baisse de recettes en provenance de la taxe d'abonnement, sont en train de se réaliser¹⁹. Le graphique ci-dessous montre la diminution d'entrées de ces recettes depuis 2007 mais ces recettes sont particulièrement touchées entre août 2008 et janvier 2009.

A ce stade, il est utile de rappeler que les projections fiscales de décembre 2008 de la BCL ont été élaborées dans un contexte économique général caractérisé par un degré d'incertitude particulièrement élevé. La crise financière a fortement touché les marchés européens en octobre et novembre 2008 et continue à persister tout en se propageant à l'économie réelle. Les mois à venir réservent une grande incertitude quant à l'évolution des soldes des administrations publiques luxembourgeoises. La BCL présentera ses prochaines projections fiscales dans son rapport annuel en juin 2009.



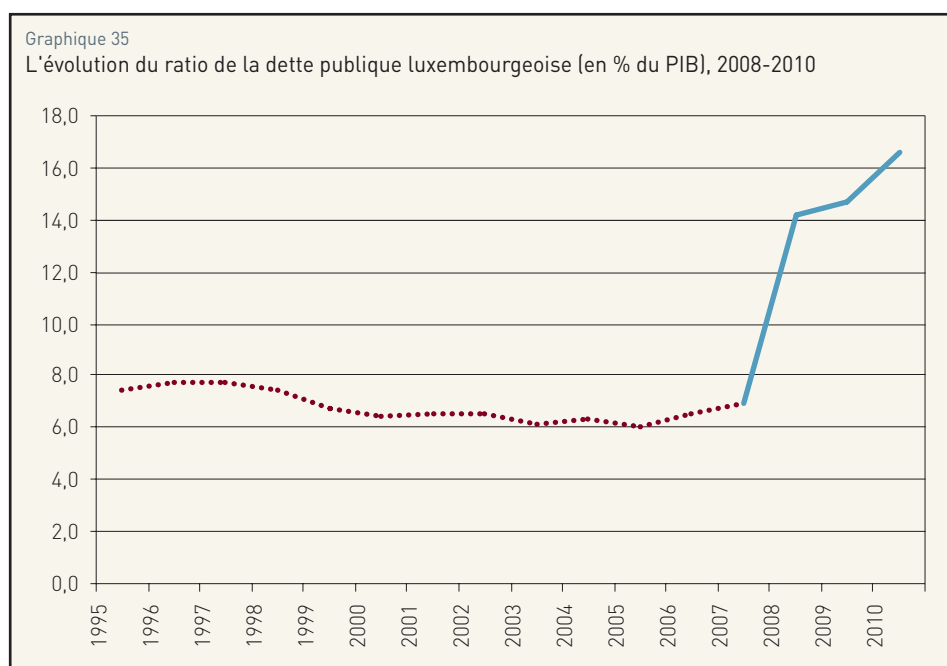
Source : AED, calculs BCL

19 Les recettes en provenance de la taxe d'abonnement sont directement liées à l'évolution des marchés financiers

Quant au **ratio de la dette** des administrations publiques, celui-ci n'a guère changé par rapport aux projections de la BCL du mois de décembre 2008. Pour rappel, ce ratio a affiché une hausse particulièrement nette de plus de sept points de pourcentage en 2008, pour s'inscrire à 14,1%. Cette évolution reflète, à hauteur de 2,5 milliards d'euros, l'essentiel des emprunts destinés à rétablir la situation financière de deux établissements de crédit (Dexia BIL S.A. et Fortis Banque Luxembourg (BGL)²⁰). Une explication supplémentaire de la hausse prononcée du ratio de la dette tient au fait que le gouvernement a emprunté un total de 200 millions d'euros pour le financement d'investissements en infrastructures par le biais du Fonds du rail et du Fonds des routes. En 2009 et 2010, de nouveaux emprunts pour un montant de 400 millions d'euros (200 millions d'euros par année) en faveur du Fonds du rail et du Fonds des routes feront augmenter le ratio de la dette qui passera à 15,3% du PIB à la fin de 2010. Le niveau de la dette luxembourgeoise reste cependant parmi les plus bas en Europe.

Cependant, **le risque d'augmentation du ratio de la dette des administrations publiques** en 2009 est lié à trois facteurs principaux. Premièrement, le règlement grand-ducal du 10 octobre a autorisé le Gouvernement à octroyer une garantie financière au groupe Dexia. Cette garantie est plafonnée à 4,5 milliards d'euros, soit 12% du PIB, correspondant à 3% du montant de l'ensemble des financements levés par le groupe Dexia avant le 9 octobre 2008 et arrivant à échéance avant le 31 octobre 2009. Aussi longtemps que cette garantie n'est pas amenée à être exécutée, il n'y aura pas d'impact ni sur la dette publique ni sur le solde budgétaire ; cependant, le risque d'augmentation de la dette publique, pouvant aller jusqu'à

12% du PIB, existe. Deuxièmement, le 9 octobre 2008 la banque islandaise Kaupthing Bank Luxembourg S.A. a été mise en sursis de paiement. Jusqu'à présent le Gouvernement luxembourgeois n'a pas communiqué le montant éventuel de son engagement financier dans l'opération de soutien de cette banque islandaise. Suite à la signature d'une déclaration d'intention visant la reprise de la Kaupthing Bank Luxembourg par un consortium d'investisseurs de plusieurs pays arabes, l'engagement de l'Etat se précise. Cet accord nécessite, outre la signature de l'Etat belge, l'acceptation des banques créancières. L'Etat luxembourgeois, ensemble avec l'Etat belge et les banques créancières, participera à l'octroi d'un crédit à la banque, ce qui lui permettra de continuer à fonctionner. Finalement, il est probable que l'Etat propose au courant de l'année 2009 différentes mesures ponctuelles de soutien de l'économie, d'autant plus que différentes mesures ont déjà été proposées lors de la dernière réunion du Comité de coordination tripartite. De plus, le dernier addendum du programme de stabilité et de croissance prévoit que l'Etat serait éventuellement amené à emprunter 500 millions d'euros supplémentaires au titre de l'exercice budgétaire 2010. Ce montant qui n'a forcément pas pu être intégré dans les projections de la dette publique de décembre de la BCL est cependant repris dans le graphique ci-dessous qui présente



Source : Statec, Ministère des Finance, calculs BCL

20 Le 15 décembre 2008, l'Etat luxembourgeois est devenu l'actionnaire de la Fortis Banque Luxembourg à hauteur de 49,9% par la conversion en actions du prêt concédé.

l'évolution du ratio de la dette publique luxembourgeoise pour la période 2008-2010²¹, graphique qui ne reprend cependant pas les trois facteurs de risque cités ci-dessus.

Une vigilance supplémentaire quant à l'évolution de la dette publique est de mise en raison de la détérioration projetée de la situation du régime général de pension. A travers ses diverses publications, la BCL a mis en avant la nécessité de réformer le régime de pension.

Par ailleurs, dans ses recommandations au Conseil sur l'addendum du Pacte de Stabilité et Croissance du Luxembourg, publiées en date du 27 février 2009, la Commission Européenne elle aussi met une fois de plus l'accent sur la soutenabilité à terme de la politique budgétaire luxembourgeoise. Selon la dernière, à long terme les finances publiques luxembourgeoises vont être confrontées à une charge significative due à l'augmentation de dépenses liées au vieillissement de la population. La Commission invite le Gouvernement à améliorer sans tarder la soutenabilité à long terme des finances publiques en implémentant les réformes structurelles et plus particulièrement dans le domaine du régime général de pension.

²¹ Les 500 millions d'euros ont été rajoutés aux projections de la BCL puisque le gouvernement même a communiqué qu'il serait amené à emprunter ce montant supplémentaire en 2010.

2 ANALYSES

1	Evolutions récentes de la balance courante du Luxembourg	74
1.1	Introduction	74
1.2	La structure de la balance courante et la dégradation récente de son excédent : vue générale	74
1.3	Le déficit structurel de la balance des marchandises	76
1.4	La stagnation de l'excédent des services	79
1.5	Stabilisation du déficit des revenus des facteurs	81
1.6	La récente aggravation du déficit des transferts courants	82
1.7	Conclusion	83
2	L'emploi bancaire luxembourgeois dans un contexte de crise financière	85
2.1	Quelques éléments factuels et historiques	85
2.2	Quel bilan en matière d'emploi bancaire peut-on tirer de la crise financière au 31 décembre 2008 ?	87
2.3	Quels sont les risques à court terme qui pèsent sur la place bancaire luxembourgeoise ?	88
2.4	Conclusion	89
3	Résumé non technique du cahier d'études « LOLA 1.0 : Luxembourg OverLapping generation model for policy Analysis »	90
4	Résumé non technique du cahier d'études « La flexibilité des salaires au Luxembourg : une analyse sur la base de micro-données »	92
5	Nicht-technische Zusammenfassung des Arbeitspapiers „Regionale Löhne und Marktpotential in der erweiterten EU : Eine Empirische Untersuchung“	94



1 EVOLUTIONS RÉCENTES DE LA BALANCE COURANTE DU LUXEMBOURG¹

1.1 INTRODUCTION

Au cours de deux dernières décennies, le Luxembourg a enregistré des excédents récurrents dans sa balance des transactions courantes qui représentent en moyenne 10 % du PIB sur la période 1995-2008. Au fil du temps, les excédents courants successifs affichent toutefois une tendance baissière manifeste, en passant de 12 % du PIB en 1995 à 10 % en 2007 et à 5 % selon une estimation préliminaire de l'année 2008. Certaines sous-périodes ont été caractérisées par une évolution irrégulière en dents de scie (1999-2004) et d'autres par une baisse marquée (1995-1999 et 2004-2008).

Cette étude analyse la dernière évolution de la balance courante qui s'est caractérisée par une dégradation brutale de l'excédent surtout au cours de l'année 2008. L'étude met en évidence la contribution de chacune des quatre balances partielles (biens, services, revenus et transferts courants) à l'évolution de l'excédent du compte courant. A première vue l'importante dégradation constatée pour l'année 2008 s'explique à la fois par une détérioration marquée des déficits dans les marchandises et dans les transferts courants ainsi que par une stagnation de l'excédent des services. Toutefois le déficit dans les échanges de biens enregistré pour 2008 reste à son niveau moyen (11 % du PIB) observé sur une période assez longue (1995-2008). Le déficit des transferts courants, qui a atteint 6 % du PIB en 2008, reste relativement faible par rapport aux autres balances partielles. Quant au déficit des revenus, s'il avait largement contribué à l'ajustement à la baisse de l'excédent courant sur la période 2000-2006, il s'est globalement stabilisé autour de 30 % du PIB sur les deux dernières années (2007-2008). C'est donc la stagnation récente (observée surtout au cours des deux derniers trimestres de l'année écoulée) du surplus des services qui a eu un impact considérable sur l'excédent courant de 2008. La balance des services constitue en effet la seule balance partielle où les échanges du Luxembourg sont excédentaires.

Cette étude est basée sur une analyse purement descriptive de la structure du compte courant du Luxembourg en mettant en évidence ses caractéristiques : une balance commerciale structurellement déficitaire avec une concentration des exportations sur quelques catégories de biens (produits sidérurgiques, pneumatiques, plastiques et textiles, réexportations de machines et équipement) et sur quelques marchés (trois pays limitrophes) ; une balance des services structurellement excédentaire, reposant essentiellement sur les exportations nettes de services financiers ; une balance des revenus déficitaire sous l'effet du nombre croissant de travailleurs frontaliers et sous le poids des dividendes versés aux actionnaires non-résidents ; une balance des transferts courants déficitaire en grande partie sous l'effet de la redistribution des revenus monétaires de l'Eurosystème.

Au-delà d'une analyse purement descriptive, l'on pourrait s'interroger, d'un point de vue macro-économique, si la dégradation récente du solde courant s'inscrit dans un mouvement d'ajustement vers son équilibre ou s'il s'agit d'un phénomène purement conjoncturel. Toutefois cette question d'une grande complexité, dans le contexte d'une petite économie ouverte en union monétaire avec ses principaux partenaires, s'inscrit au-delà de l'étendue de la présente analyse.

1.2 LA STRUCTURE DE LA BALANCE COURANTE ET LA DÉGRADATION RÉCENTE DE SON EXCÉDENT : VUE GÉNÉRALE²

L'évolution de l'excédent de la balance courante depuis 1995³ se caractérise par une tendance baissière manifeste.

1 Par Albert LENDELE - KOLA

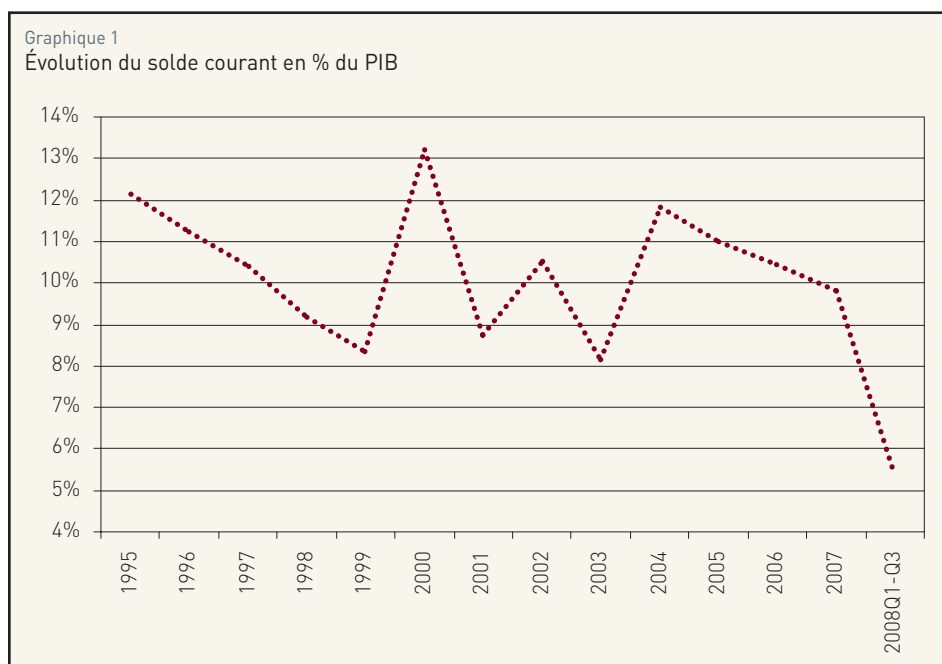
2 Pour plus de détails, voir Bulletin du STATEC n° 4/2008, « La balance courante du Luxembourg de 2002 à 2007 - analyse par principales composantes et par pays ».

3 Pour des raisons de différences méthodologiques, les données antérieures à 1995 ne sont pas couvertes par cette analyse.

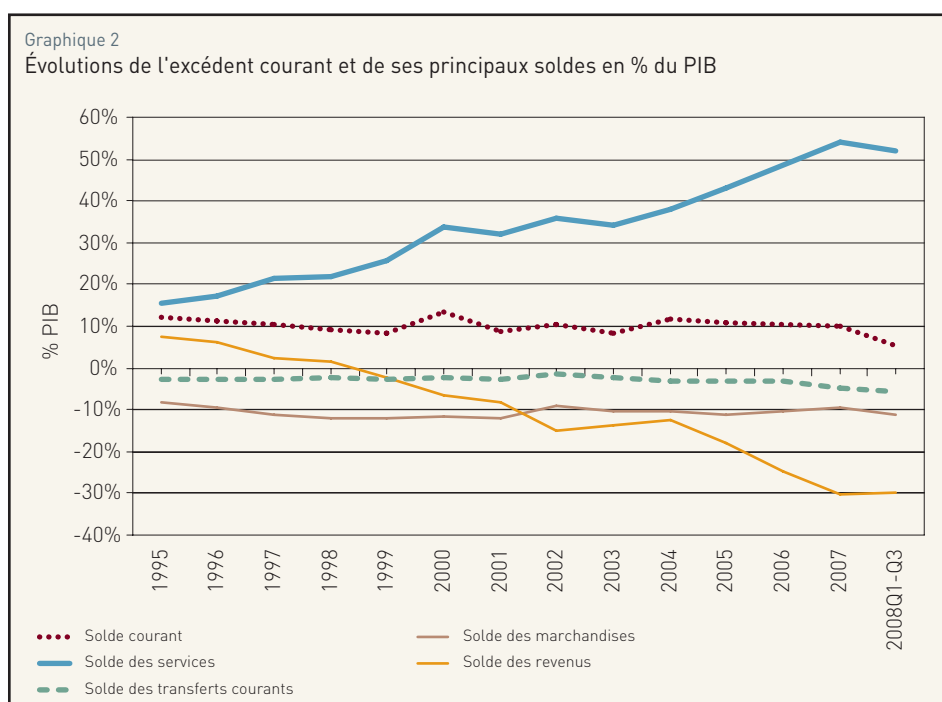
Le surplus courant qui s'élevait à près de 13% du PIB nominal en 1995 s'est contracté de manière régulière au fil des ans, pour atteindre 8% en 1999. Sur la période 1999-2004, le surplus courant a évolué en dents de scie entre 8% et 12% du PIB. Depuis 2004, le solde courant connaît une baisse régulière, au point d'atteindre 9,8% du PIB en 2007 avant de se détériorer brutalement en 2008 (environ 5% du PIB). Les facteurs qui sont à la base de cette dernière dégradation sont abordés dans cette section qui analyse la structure de la balance courante du Luxembourg. Cette structure, fortement dominée par les services financiers, est l'élément fondamental à la base de la détérioration récente du compte courant. Les exportations nettes des services financiers, qui représentent deux tiers du surplus total des services, ont été largement affectées par la crise financière internationale, surtout au troisième et au quatrième trimestre de 2008. De ce fait, l'excédent courant lui-même a été fortement affecté par la crise financière.

La décomposition de la balance courante selon ses principales balances partielles fait ressortir :

- Une balance commerciale avec un lourd déficit mais stable dans le temps (variant entre 8%-12% du PIB sur la période 1995-2008) ;
- Une balance des services fortement excédentaire (de 15% du PIB en 1995, cet excédent atteint 54% du PIB en 2007 et 52% en 2008) ;
- Une balance des revenus dont le déficit s'est fortement accru sur la période 2001-2007 (en passant de 8% du PIB en 2001 à 30% en 2007, avant de se stabiliser à ce dernier niveau en 2008) ;
- Une balance des transferts courants structurellement déficitaire mais très stable dans le temps (3% du PIB en moyenne sur la période 1995-2008 malgré une remontée régulière au cours des deux dernières années).



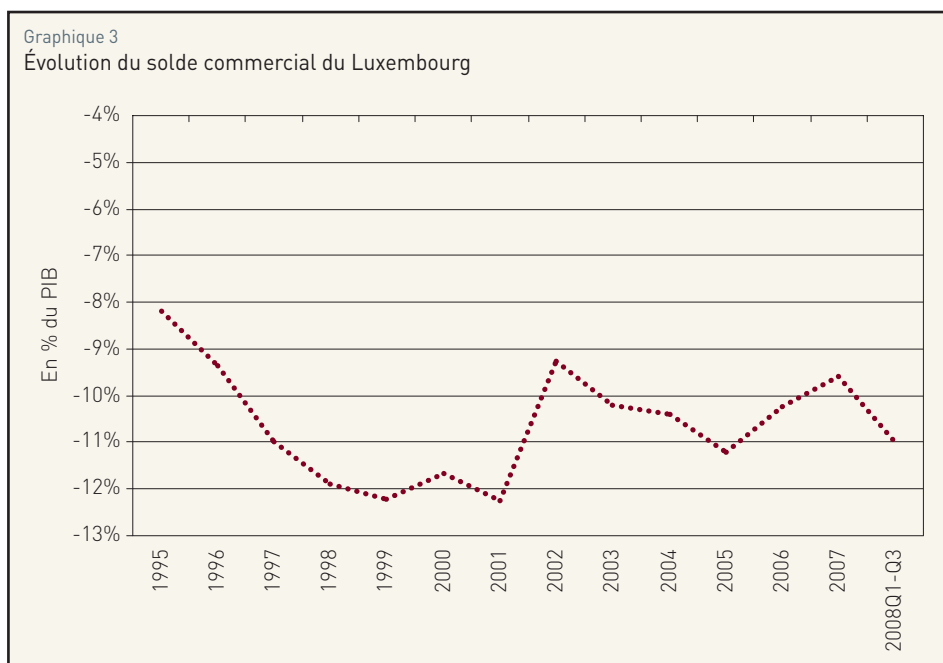
Source : BCL, STATEC



Source : BCL, STATEC

1.3 LE DÉFICIT STRUCTUREL DE LA BALANCE DES MARCHANDISES

La balance commerciale enregistre en recettes les ventes de biens à l'étranger par les résidents luxembourgeois et en dépenses les achats de marchandises en provenance du reste du monde. Dans les échanges de biens, le Luxembourg enregistre depuis des décennies un large déficit commercial qui, en moyenne annuelle, atteint 11% du PIB sur la période 1995-2008. La balance des marchandises reste structurellement déficitaire en raison de la structure elle-même de l'économie luxembourgeoise qui s'est spécialisée dans les exportations de services (surtout financiers). Si cette spécialisation dans des services financiers a permis à l'économie de développer un pôle de compétitivité sur les marchés financiers internationaux, le corollaire en est évidemment le recours aux importations de biens pour satisfaire la demande intérieure. Ainsi, beaucoup de marchandises échangées sur le marché intérieur ne sont pas produites localement. C'est le cas des biens de télécommunication, des appareils électroménagers, des appareils audio et vidéo, des produits pétroliers, des produits pharmaceutiques, des automobiles.



Source : BCL, STATEC

Plusieurs autres caractéristiques liées aux échanges de marchandises peuvent également présenter des risques sur l'évolution du déficit commercial :

- la prédominance de certaines catégories de produits au niveau des exportations ;
- la concentration des échanges sur les trois pays limitrophes (Allemagne, Belgique, France).

La structure des échanges de biens du Luxembourg montre en effet une forte concentration des exportations sur trois catégories de produits, à savoir les articles manufacturés en métaux communs (produits de l'industrie si-

dérurgique), les autres articles manufacturés classés d'après la matière première (produits plastiques, pneumatiques, textiles) et les réexportations de machines et équipements. Les trois catégories de produits représentent en effet environ 66% de toutes les exportations du Luxembourg, les produits sidérurgiques représentant 33%, les réexportations de machines et équipements 18%. Soulignons que sur la période 2004-2007, la demande mondiale d'acier a fortement augmenté, ce qui a permis au Luxembourg d'accroître ses exportations de produits métalliques. Toutefois, la concentration des exportations de biens sur ces produits peut présenter un risque en période de crise économique où la contraction de la demande internationale pèse lourdement sur les exportations de ces types de biens.

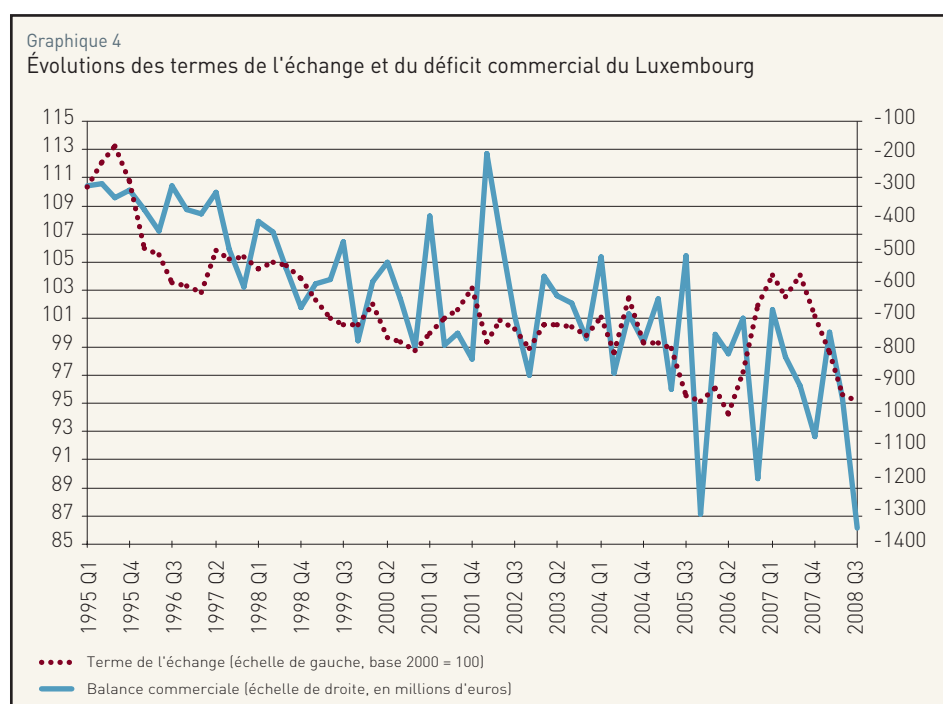
Au niveau de la structure géographique des échanges de biens, les pays membres de la zone euro, avec près de 75% des exportations, demeurent les principaux débouchés des exportations luxembourgeoises. Au sein de la zone, les trois pays limitrophes (Allemagne, Belgique et France) achètent environ 55% de toutes les marchandises exportées par le Luxembourg. L'Allemagne est le premier partenaire avec un quart des exportations totales. La performance exportatrice de l'Allemagne au cours des dernières années a donc également profité au Luxembourg qui lui fournit des biens intermédiaires. Vient ensuite la France qui absorbe 17% des exportations luxembourgeoises et enfin la Belgique avec 12%. Les importations

de biens du Luxembourg sont livrées à 86 % par les pays membres de la zone euro. Parmi ces pays, la Belgique livre environ 35 % de toutes les marchandises importées, suivie par l'Allemagne avec 29 % et la France avec 12 %.

La récente hausse du déficit commercial

Le déficit des échanges de biens a fortement progressé (+26 %) pour atteindre 3 milliards d'euros au cours des trois premiers trimestres de 2008 (soit 11 % du PIB de la période, après 10 % en 2007). Cette progression du déficit commercial s'explique par la croissance relativement forte (+9 %) des importations de «marchandises générales» qui, sous l'effet du renchérissement des produits pétroliers, ont atteint 12,8 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008. Les exportations de «marchandises générales» ont certes progressé à un rythme assez soutenu en termes nominaux (+6 % à 9 milliards d'euros), mais leur croissance s'est avérée inférieure à celle des importations. Toutefois en termes de volumes, les échanges de biens du Luxembourg ont largement été affectés par le ralentissement généralisé de la conjoncture économique au niveau mondial. Les exportations se sont ainsi réduites de 2,6 % en volumes et les importations se sont réduites davantage (-7,4 %). La croissance positive observée en termes nominaux provient donc d'une hausse des prix tant à l'exportation qu'à l'importation. Toutefois les prix à l'importation ont progressé davantage que les prix à l'exportation. En effet, l'indice moyen des valeurs unitaires à l'importation, sous l'effet de la hausse des produits pétroliers sur cette période, a augmenté de 16,6 % comparée à une hausse de 8,5 % pour les valeurs unitaires à l'exportation. Cette évolution a occasionné une importante détérioration (-6,9 %) des termes de l'échange, ce qui est à la base de la forte dégradation du solde commercial du Luxembourg (voir graphique).

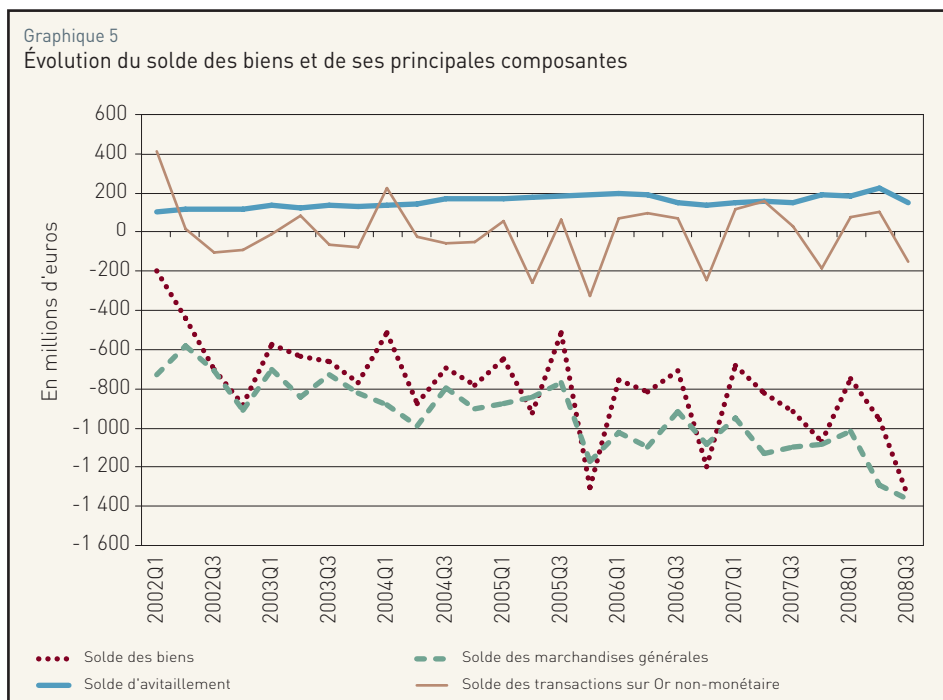
A côté des opérations d'avitaillement⁴ qui se soldent traditionnellement par un excédent en faveur du Luxembourg, le solde des transactions sur or non-monnaire joue parfois un rôle positif sur la balance des marchandises du Luxembourg en réduisant son déficit global (voir graphique). Outre le renchérissement des importations de produits énergétiques évoqué ci-dessus, les transactions sur or non-monnaire se sont caractérisées par une forte hausse des importations, essentiellement au troisième trimestre de 2008, ce qui a réduit le surplus de ces opérations à 33 millions d'euros sur les trois premiers trimestres de 2008, contre 308 millions sur la même période de 2007. Cette évolution défavorable a également contribué à l'aggravation du déficit des marchandises sur les trois premiers trimestres de 2008.



Source : STATEC

4 Les exportations enregistrées sous l'avitaillement correspondent essentiellement à l'achat de carburants par les professionnels routiers non-résidents de passage sur le territoire luxembourgeois. Les ventes de carburants aux particuliers sont enregistrées dans les services de voyages.

Graphique 5
Évolution du solde des biens et de ses principales composantes



Source : BCL, STATEC

Le problème de compétitivité et la performance des exportations de biens

La BCL publie régulièrement⁵ les indicateurs de compétitivité basés sur l'évolution des prix et coûts relatifs. Ces indicateurs comparent les prix/coûts au Luxembourg avec une moyenne pondérée des mêmes prix/coûts dans les principaux pays partenaires du Luxembourg, exprimés dans une devise commune. Les indicateurs montrent pour la plupart que l'économie luxembourgeoise a subi une perte de sa compétitivité au cours des dernières années. Dans quelle mesure cette perte de compétitivité a-t-elle affecté la performance des exportations de biens et le solde courant du Luxembourg ?

Dans son étude publiée dans le Rapport Annuel 2007 (pp.85-88), la BCL avait chiffré les élasticités des exportations par rapport aux différentes mesures de la compétitivité prix/coûts dans un intervalle de -0,22 à -0,60. En d'autres termes, une détérioration de 5% de la compétitivité ne réduisait « que » de 1,1% à 3% les exportations du Luxembourg. En revanche, la BCL avait trouvé des valeurs très élevées (supérieures à l'unité) des élasticités des exportations face à la demande étrangère. En d'autres termes, les exportations luxembourgeoises restent beaucoup plus sensibles aux évolutions de la demande internationale qu'aux évolutions des prix et coûts relatifs.

Dans son Bulletin 2008/01, la BCL⁶ a développé une autre méthodologie spécifique, « l'analyse de la part de marché constant » (APMC), pour étudier l'effet compétitivité sur la performance exportatrice du Luxembourg. Dans cette étude, la performance exportatrice est appréhendée par l'évolution des parts de marché des exportations du Luxembourg par rapport à ses partenaires membres de la zone euro. On constate que la part relative du Luxembourg dans les exportations de la zone euro n'a varié que très peu sur la période couverte par l'étude (1999-2007). Elle a toutefois légèrement baissé en moyenne, de 0,474% en 1999 à 0,445% en 2007, et ce recul est continu sur les trois dernières années (2005-2007). Le Luxembourg a donc perdu des parts de marché au cours de la période 1999-2007.

La méthodologie APMC a décomposé l'évolution des parts de marché en une composante « structure » et une composante « compétitivité ». L'étude a conclu que la baisse de la part de marché du Luxembourg à l'exportation n'est pas due uniquement à une perte de sa compétitivité prix/coûts mais aussi à la structure de ses exportations en termes de destinations. Ainsi, la forte concentration des exportations luxembourgeoises sur certains marchés (zone euro et principalement l'Allemagne, la Belgique et la France) est également à la base de la faible performance exportatrice du Luxembourg. Pour être plus précis, si le marché allemand a contribué positivement à la performance exportatrice du Luxembourg, cela n'a pas été le cas des marchés belge et français qui ont été moins dynamiques. Par ailleurs, la

5 Cfr. Voir Rapport Annuel 2007, pp. 85-88

6 Cfr. E. Walch et P. Guarda, « Compétitivité et exportations », Bulletin 2008/1, pp.82-89

concentration sur un nombre limité de produits (métalliques) a permis d'accroître la performance des exportations, du moins sur la période (2004-2007) durant laquelle ces produits ont bénéficié d'une forte demande internationale.

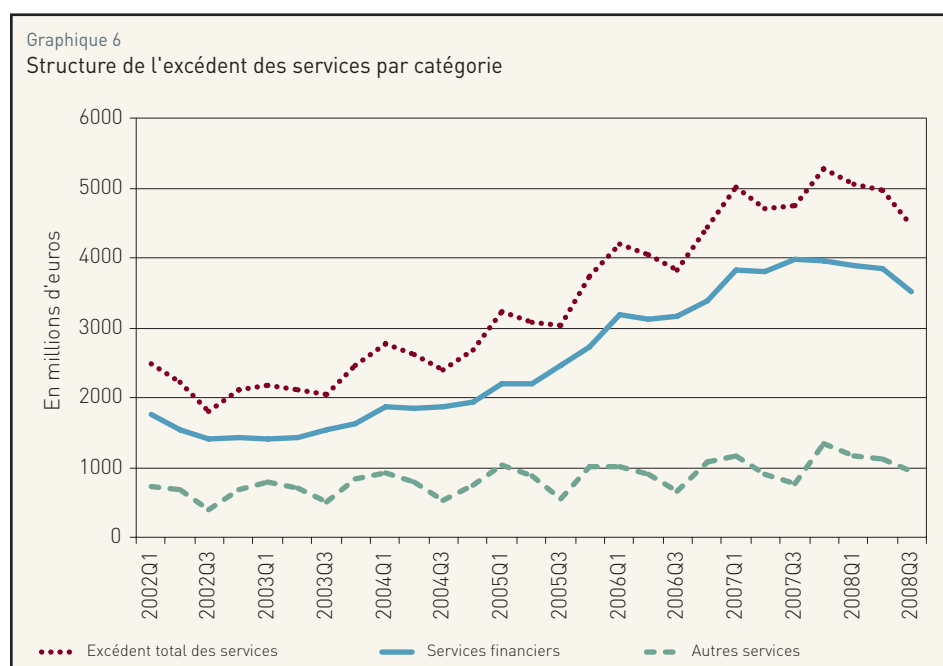
En définitive, même si la performance des exportations de biens du Luxembourg a été négativement affectée par des facteurs de compétitivité et de structure géographique, cette performance ne peut avoir qu'un impact limité sur la balance courante. En effet, les exportations de biens ne représentent qu'environ 10% de l'ensemble des recettes au titre des transactions courantes du Luxembourg.

1.4 LA STAGNATION DE L'EXCÉDENT DES SERVICES

L'excédent de la balance courante du Luxembourg résulte exclusivement des prestations de services. Ceux-ci regroupent diverses activités dont les services financiers, le transport, les voyages, les services d'assurance, les services informatiques et de communication ainsi que les services aux entreprises (conseil/audit). La structure de la balance des services révèle une forte prépondérance des services financiers dont l'excédent représente plus de deux tiers du surplus total des services. Même en termes de flux bruts, tant les exportations que les importations de services financiers constituent près de 60% des recettes et des dépenses totales enregistrées dans les services. Au vu de ce poids prépondérant, l'évolution de la balance des services du Luxembourg est largement tributaire de l'évolution des services financiers. La croissance quasi-nulle de l'excédent des services telle qu'enregistrée au cours des trois premiers trimestres de 2008, résulte d'ailleurs de la dégradation du surplus des services financiers.

La récente contraction de l'excédent des services financiers

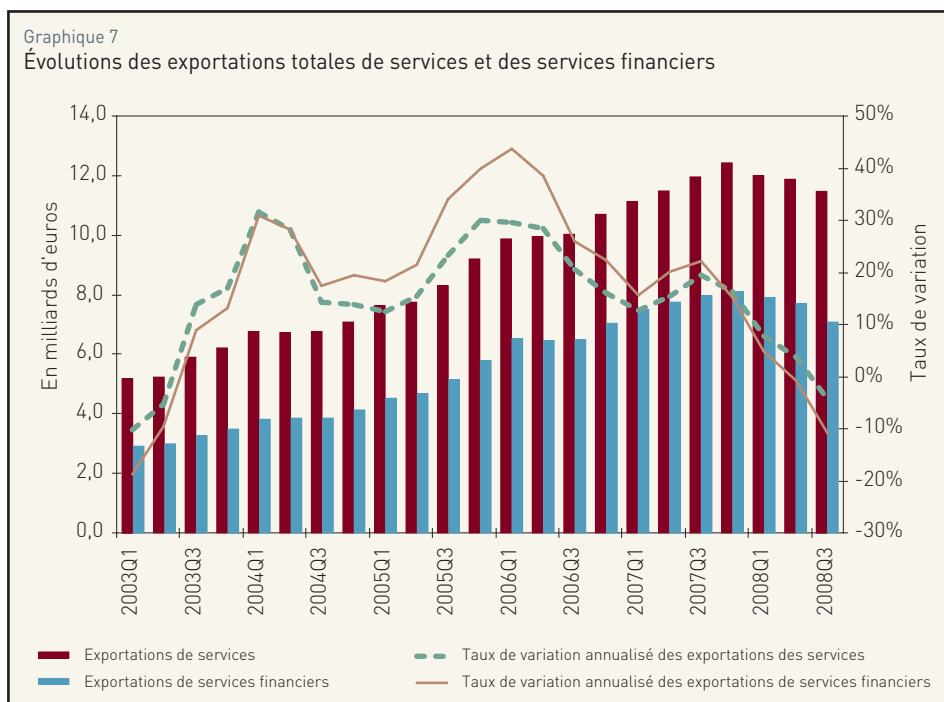
Dans le contexte de la crise financière internationale qui s'est intensifiée au second semestre de 2008, les exportations de services financiers se sont contractées de 2% sur les trois premiers trimestres de 2008, de sorte que l'excédent total des services financiers a reculé de 3% sur cette période en comparaison avec l'excédent des trois premiers trimestres de 2007. Il s'agit de la première contraction depuis cinq ans, après les reculs exceptionnels enregistrés aux premier et deuxième trimestres 2003.



Source : BCL, STATEC

Les recettes nettes enregistrées au titre des services financiers sont constituées en grande partie des commissions perçues par les banques résidentes, dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. La baisse généralisée des cours d'actifs sur les marchés financiers a affecté les exportations nettes de services financiers par deux canaux : d'une part, en réduisant la valeur des actifs sous gestion et donc les commissions y afférentes, et d'autre part, par l'incertitude qui en a résulté et qui n'a pas favorisé les nouvelles émissions de parts d'OPC. Ainsi, les

émissions nettes de parts d'OPC ont été négatives sur l'année 2008 (-77 milliards d'euros) alors qu'elles étaient largement positives aux cours des dernières années (+188 milliards en 2007, après 241 milliards en 2006, voir graphique). En définitive, les exportations nettes de services financiers sont largement soumises aux aléas des évolutions des marchés financiers internationaux.



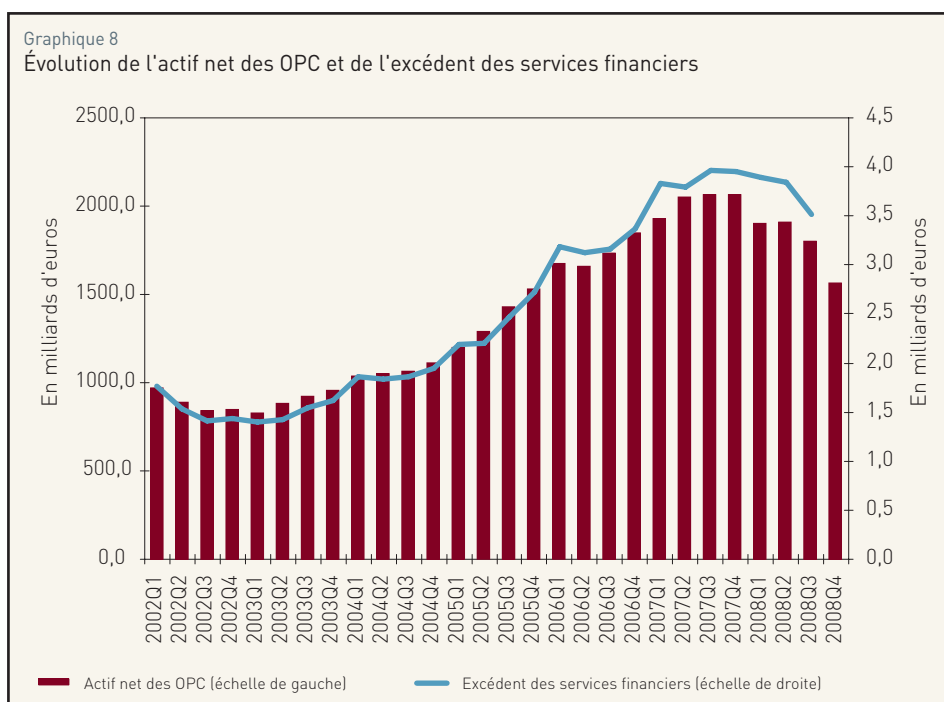
Source : BCL, STATEC

Amélioration du solde des autres services

A l'opposé des exportations de services financiers, les autres services ont vu globalement leur solde positif s'améliorer sur les trois premiers trimestres de 2008. Parmi ces autres services qui apportent souvent une contribution positive au compte courant du Luxembourg figurent le transport, les voyages, les activités de communication, les services d'assurance, les services informatiques et d'information.

Après les services financiers, l'important développement du fret aérien des marchandises (CARGOLUX) a fait du transport la deuxième source des recettes nettes en prestations de services. En troisième position se classent les activités de communication dont les recettes nettes sont liées aux prestations satellitaires de la compagnie SES. Toutefois, ce développement des activités de transport et de communication a eu pour corollaire les importations accrues de matériels de transport (aéronefs et satellites) qui ont augmenté le déficit des marchandises. Les activités de tourisme se composent des voyages privés, des voyages d'affaires et incorporent en recettes les achats par les particuliers non-résidents de produits soumis aux accises (carburants, alcools et tabac).

Les services pour lesquels les soldes sont déficitaires regroupent surtout les services aux entreprises (conseil, audit,...), les services personnels et culturels ainsi que les services de construction.



Source : BCL, CSSF, STATEC

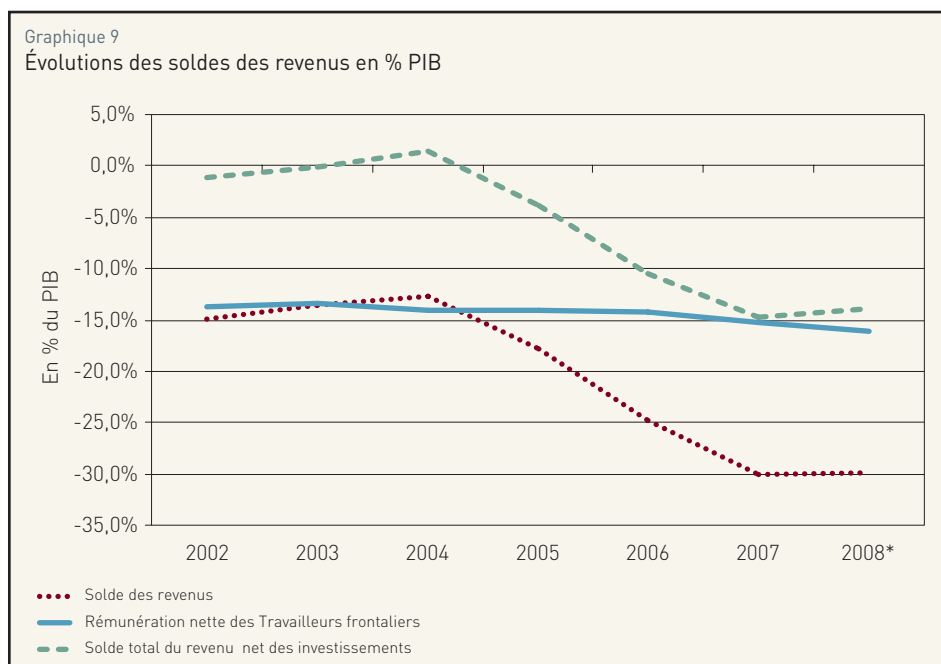
1.5 STABILISATION DU DÉFICIT DES REVENUS DES FACTEURS

La balance globale des revenus des facteurs connaît un déficit structurel sous l'effet de la hausse continue de la rémunération des travailleurs non résidents, dont le nombre est croissant et sous l'effet des versements de dividendes à l'étranger. Les dernières données disponibles couvrant les trois premiers trimestres 2008 montrent une légère résorption (-0,5%) du déficit des revenus. Dans un contexte de croissance soutenue de la rémunération nette des frontaliers, (+12,2% sur les trois premiers trimestres 2008), la résorption de ce déficit s'explique à la fois par une hausse de la marge d'intérêts des banques résidentes et par une forte réduction des dividendes attribués aux actionnaires non-résidents.

En considérant une période assez longue, en pourcentages du PIB, les données indiquent que le creusement du déficit des revenus émane plutôt de la détérioration (du moins depuis 2004) de la balance des revenus d'investissements. Le déficit de la rémunération nette des salariés frontaliers, malgré son importante hausse en termes nominaux, reste largement stable (entre 14%-16% du PIB, voir graphique).

La rémunération nette des frontaliers

Cette dernière décennie, pour répondre à ses besoins de main-d'œuvre, l'économie luxembourgeoise a eu recours à un nombre croissant de travailleurs frontaliers. Fin 2000, le Luxembourg comptait quelque 87 000 travailleurs non-résidents (36% de l'emploi salarié total). Selon les dernières données disponibles, le nombre de salariés non-résidents a atteint 149 000 en septembre 2008, soit 44% de l'emploi salarié intérieur. Cette progression continue du nombre des frontaliers, ainsi que la hausse du coût salarial moyen dont l'évolution se situe ces dernières années au-dessus de la moyenne des principaux partenaires commerciaux, génère un déficit croissant au niveau de la rémunération des salariés: 16% du PIB en 2008 après 15% en 2007 (et 14% sur la période 2004-2006). L'impact total de ce déficit sur le solde courant mérite néanmoins d'être nuancé. Du fait de leur participation directe à l'activité productive, les frontaliers contribuent à la sécurité sociale et paient des impôts directs sur le revenu. Ces contributions sont intégrées dans les recettes des transferts courants perçus par les administrations publiques et sont de ce fait à la base du surplus des transferts publics. En outre, les frontaliers réalisent une série d'achats de biens et services au Luxembourg qui sont enregistrés au crédit de la rubrique «voyages»⁷.

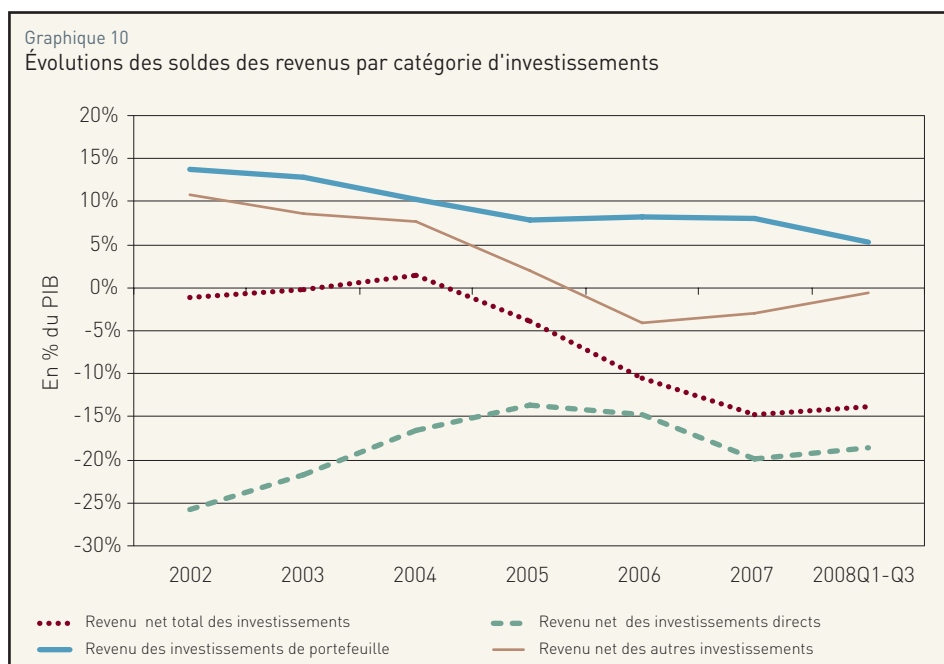


Source : BCL, STATEC

⁷ Voir Cahier CEPS/INSTEAD – STATEC n° 100, « Les salariés frontaliers dans l'économie luxembourgeoise » et Cahier STATEC n°1/2008, « Les dépenses des salariés frontaliers au Luxembourg en 2007 ».

Le revenu net des investissements

Cette rubrique comprend les revenus des investissements directs, les revenus des investissements de portefeuille et les revenus des autres investissements. Les revenus des investissements directs enregistrent les bénéfices distribués ou non par les entreprises d'investissement direct. Le Luxembourg enregistre un déficit structurel au niveau de ces revenus étant donné que l'économie nationale est bénéficiaire net des investissements directs étrangers. Par contre, le Luxembourg enregistre un surplus au niveau des revenus des investissements de portefeuille et des autres investissements. Il s'agit essentiellement des dividendes d'actions détenues à des fins de placement, des intérêts des titres de créances et des intérêts des prêts octroyés aux non résidents.



Source : BCL, STATEC

à nouveau creusé depuis 2006, sous l'effet de la hausse des dividendes attribués aux actionnaires non-résidents. Troisièmement, le solde excédentaire du revenu des investissements de portefeuille, qui s'était stabilisé autour de 8% du PIB sur la période 2005-2007, après avoir baissé régulièrement sur la période 2002-2004, a de nouveau amorcé une tendance à la baisse en 2008.

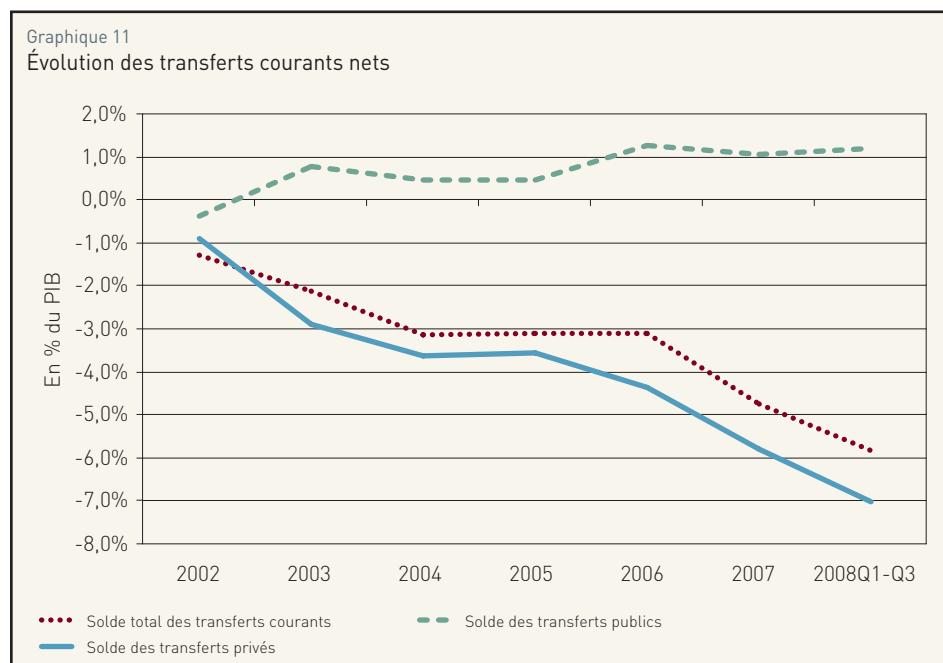
1.6 LA RÉCENTE AGGRAVATION DU DÉFICIT DES TRANSFERTS COURANTS

Sous cette balance partielle, le compte courant recense d'un côté les transferts courants des administrations publiques et de l'autre côté les transferts courants privés. Le déficit des transferts courants était globalement stable à 3% du PIB sur la période 1995-2006. C'est depuis 2007 qu'il a commencé à accroître fortement en passant à 5% du PIB en 2007, puis à 6% du PIB sur les trois premiers trimestres de 2008. Cette détérioration est due à une hausse du déficit des transferts privés, dans un contexte où le léger solde positif des transferts des administrations publiques s'est même amélioré.

8 Si les OPC contribuent au solde négatif des revenus des investissements, leur contribution globale à la balance courante reste largement positive. Pour plus de détails, voir Bulletin BCL 2008/1, « Revenus des investissements dans la balance des paiements du Luxembourg », p.91

Amélioration du solde des transferts publics

Les transferts courants publics comprennent en dépenses les contributions de l'Etat aux organisations internationales, l'aide au développement et les versements effectués par les organismes de sécurité sociale à leurs homologues à l'étranger. Comme déjà évoqué, les recettes des transferts publics sont constituées en grande partie des contributions des travailleurs non résidents, sous forme de cotisations de sécurité sociale et sous forme d'impôts sur le revenu. Les diverses contributions des frontaliers sont d'ailleurs à la base du solde positif des transferts publics qui représente, en données annuelles, environ 1 % du PIB (voir graphique).



Source : BCL, STATEC


Détérioration du solde des transferts privés

Les transferts privés comprennent aussi bien les envois de fonds des immigrés résidant au Luxembourg vers leurs pays d'origine que les primes (diminuées des commissions de service) et les indemnités d'assurance (autre que l'assurance vie) perçues et payées par les sociétés d'assurances et de réassurances domiciliées au Luxembourg. Les transferts privés incorporent également, par convention, les redistributions des revenus monétaires au sein de l'Eurosystème. En effet, par convention interne à l'Eurosystème, les revenus découlant des opérations de politique monétaire doivent être transférés à la BCE, avant d'être répartis proportionnellement entre les banques centrales nationales (sur base de la part de capital détenue). Au cours des dernières années, les opérations de politique monétaire ont fortement augmenté, avec comme corollaire la hausse des revenus monétaires transférés à la BCE. Ces transactions représentent plus de la moitié du solde des transferts courants privés et sont à la base de la détérioration au cours des dernières années du solde des transferts privés⁹.

1.7 CONCLUSION

Sur les deux dernières décennies, la balance courante du Luxembourg n'a cessé d'accumuler au fil des ans d'importants excédents courants (10% du PIB en moyenne sur la période 1995-2008). Après avoir baissé de manière régulière sur la période 1995-1999 (de 12% à 8% du PIB), l'excédent courant a évolué de manière volatile sur la période 2000-2004 (entre 8% et 12% du PIB). A partir de 2005, le surplus semble de nouveau s'inscrire sur une tendance baissière manifeste en passant de 11% en 2005 à 9,8% en 2007 avant de chuter brutalement en 2008 à environ 5% du PIB selon les données préliminaires couvrant les trois premiers trimestres.

9 Pour plus de détails, voir Rapport Annuel 2007, pp.91-97



La présente analyse a mis en évidence les facteurs explicatifs de cette dégradation récente de l'excédent. En raison de leur nature structurelle, le déficit des marchandises (qui reste par ailleurs stable à 11 % du PIB sur une longue période) et celui des transferts courants (qui est relativement faible sur une longue période), ne semblent pas jouer un rôle prépondérant dans la baisse régulière du solde courant observée depuis 2005. L'analyse a examiné également dans quelle mesure la performance des exportations de biens du Luxembourg a été négativement affectée par des pertes de compétitivité observées au cours des dernières années. D'autres études récentes de la BCL ont montré en effet que les facteurs liés à la compétitivité prix/coûts ont eu certes un impact négatif sur les exportations, mais que cet impact reste modeste en comparaison avec les autres déterminants tels que la demande internationale, la structure géographique et la structure par produits des exportations luxembourgeoises. Par ailleurs, les exportations de biens ne représentent qu'environ 10 % de l'ensemble des recettes au titre des transactions courantes du Luxembourg.

Sur la période 2005-2007, la tendance à la baisse de l'excédent courant (exprimé en % du PIB) s'explique largement par une détérioration du solde des revenus d'investissements qui est passé d'un excédent de 1,4 % du PIB en 2004 à un large déficit de 15 % en 2007. Cette évolution négative est due en partie à une hausse de l'endettement des OPC. En outre, le déficit du revenu des investissements directs s'est creusé sur la période 2006-2007 sous l'effet des dividendes versés aux actionnaires non-résidents.

La chute du surplus courant du Luxembourg au cours de l'année 2008 provient toutefois de la stagnation du surplus des services et, plus particulièrement, du recul des exportations nettes des services financiers sur l'année écoulée. La balance des services constitue en effet la seule balance partielle où les échanges du Luxembourg sont excédentaires. Sur la période 2004-2007, l'excédent des services financiers, qui représente 75 % du surplus total des services, a enregistré un taux de croissance annuelle moyenne de 22 %. C'est cette forte progression du surplus des services financiers qui a soutenu largement le surplus courant du Luxembourg.

La chute brutale de l'excédent courant observée en 2008 est directement liée à l'intensification de la crise financière internationale depuis le troisième trimestre 2008. Le surplus des services financiers découle en effet en grande partie des commissions perçues par les banques résidentes, dans leurs activités de gestion de fortune et/ou dans leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux parts d'OPC. La baisse généralisée des cours d'actifs sur les marchés financiers a affecté négativement les commissions perçues par les banques résidentes. Puisque les exportations nettes de services financiers sont largement soumises aux aléas des évolutions des marchés financiers internationaux, au cas où les troubles sur ces marchés persistaient dans le temps, l'excédent courant du Luxembourg devrait se contracter davantage.

Finalement, le contexte du Luxembourg étant celui d'une petite économie ouverte, en union monétaire avec ses principaux partenaires commerciaux, on peut s'interroger si ses excédents courants récurrents sont soutenables à long terme. Cette question soulève la problématique liée aux mécanismes d'ajustement des déséquilibres externes, dans un contexte d'union monétaire, problématique qui pourrait faire l'objet d'approfondissements ultérieurs.

2 L'EMPLOI BANCAIRE LUXEMBOURGEOIS DANS UN CONTEXTE DE CRISE FINANCIÈRE

En 2008, le secteur bancaire international a dû faire face à sa plus grave crise depuis la grande dépression de 1929. Le fait le plus marquant et en quelque sorte le point de rupture aura été la faillite de la banque d'affaire américaine Lehman Brothers en septembre.

Sur le plan du financement des banques, les interventions des Banques centrales et des gouvernements ont permis de réduire considérablement les tensions (baisse importante des taux interbancaires dans un cas, recapitalisations dans l'autre) et d'assurer la stabilité du système financier.

Toutefois, les motifs d'inquiétudes sont encore nombreux. En effet, à la suite des perturbations sur les marchés financiers, le recul important de la demande intérieure a progressivement entraîné les économies occidentales en phase de récession. Ces développements pèsent lourdement sur les différentes catégories de revenus des banques (commissions, dividendes...), déjà fortement frappées par la valorisation moindre de leurs actifs.

De plus, les banques ont vu leurs valeurs boursières (capital flottant) s'effondrer au cours des derniers mois (voir à ce sujet le graphique 4), ce qui pourrait entraîner une nouvelle phase de concentration du secteur en Europe.

Tous ces éléments ne conduisent pas à l'optimisme, au moins à court terme, sur le plan de l'emploi bancaire au Luxembourg. Ce dernier, qui était en progression continue depuis quatre ans, pourrait maintenant subir les effets de cet environnement défavorable.

Ces constats nous amènent donc à examiner les questions suivantes : quel est le bilan au 31 décembre 2008 de la crise bancaire sur l'emploi ? Quelles comparaisons peut-on faire avec la précédente crise de 2001 ? La structure et la spécialisation de la place bancaire luxembourgeoise constituent-elles un risque ou un avantage ? Quels sont les risques qui pèsent sur l'emploi ?

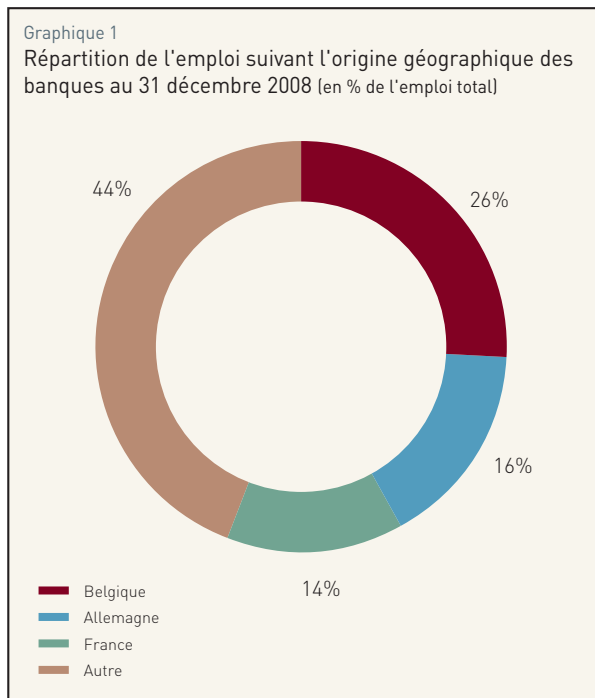
2.1 QUELQUES ÉLÉMENTS FACTUELS ET HISTORIQUES

L'effectif des banques luxembourgeoises a pratiquement quadruplé en moins de 30 ans, passant de 7 288 employés en juin 1980 à 27 208 en décembre 2008. Dans le même temps, leur somme de bilan agrégée, qui constitue une mesure du niveau d'activité financière, faisait plus que décupler passant de 87 à 935 milliards d'euros. Le même constat s'impose à l'observation de l'évolution du produit net bancaire : la valeur de ce dernier a été multipliée par 13 au cours des 28 dernières années, essentiellement en raison de la forte croissance des commissions perçues. Ces quelques chiffres illustrent l'extraordinaire développement de l'activité bancaire luxembourgeoise en à peine un quart de siècle. En ne considérant que l'emploi, cette évolution demeure singulière au regard de ce qui a été observé dans la zone euro ces dernières années (tableau ci-dessous). Le Luxembourg est ainsi le pays qui affiche la plus forte croissance de l'emploi bancaire de la zone euro sur la période 1997-2006 (+29 %). Seule la croissance chypriote a atteint un niveau comparable (+23 %).

Tableau 1
Evolution de l'emploi bancaire dans la zone euro sur la période 1997 - 2006

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Variation 2006/1997
Allemagne	765 850	768 300	772 400	775 800	772 100	753 950	725 550	712 300	705 000	692 500	-10%
France	420 702	418 211	419 267	415 586	426 441	430 178	426 570	435 526	432 197	435 413	3%
Italie	343 722	339 415	336 487	340 884	341 299	340 440	336 661	336 354	335 917	339 878	-1%
Espagne	245 916	246 045	243 509	243 172	244 781	243 429	243 462	246 236	252 831	261 890	6%
Pays-Bas	111 487	119 106	124 298	129 277	131 230	125 911	120 539	118 032	120 165	116 500	4%
Autriche	74 321	73 819	73 511	73 648	74 606	74 048	73 308	72 858	75 303	76 323	3%
Belgique	76 603	76 607	76 288	76 333	76 104	75 370	73 553	71 347	69 481	67 957	-11%
Grèce	56 722	57 798	58 606	60 154	59 624	60 495	61 074	59 337	61 295	62 171	10%
Portugal	64 554	61 965	61 319	58 097	55 538	55 679	54 350	53 230	54 035	58 213	-10%
Irlande	37 667	37 667	37 667	34 770	40 928	36 585	35 658	35 564	37 702	39 154	4%
Luxembourg	19 135	19 814	21 197	23 035	23 894	23 300	22 513	22 549	23 224	24 752	29%
Finlande	26 816	25 344	24 721	25 167	26 733	27 190	26 667	25 377	25 182	23 947	-11%
Chypre	8 828	9 027	9 154	9 802	10 115	10 613	10 480	10 617	10 799	10 845	23%

Source : BCE



Source : BCL

Par ailleurs, l'autre particularité bien connue de la place bancaire luxembourgeoise réside dans sa structure à la fois internationale et spécialisée. Ainsi, pour illustrer le premier point, rappelons que le nombre de banques pleinement domestiques est extrêmement faible et que 97% des établissements établis au Luxembourg sont soit des filiales soit des succursales de banques étrangères. En ce qui concerne le second point, sans préjudice des subtilités locales, les banques peuvent être classées en trois grandes catégories : les banques de dépôts (« retail banking »), dont le rôle est de financer l'économie « réelle » (les consommateurs et les producteurs); les banques d'affaires (« private banking »), dont le rôle consiste à gérer des actifs de tiers; et enfin, les banques de financement et d'investissement (« CIB ») spécialisées dans la gestion d'actifs pour compte propre. Le modèle le plus répandu en Europe continentale est celui de la banque dite « universelle », c'est-à-dire l'adossement des activités de banque d'investissement et de banque d'affaires à une activité de banque de dépôts. C'est par exemple le modèle représentatif en Allemagne, en France ou en Belgique. Il est plus conservateur, et donc moins risqué, que le modèle américain de banques spécialisées. Or, il se trouve que les filiales et succursales de banques étrangères installées au Luxembourg (dont 48% sont soit d'origine belge, allemande ou française) poursuivent majoritairement des activités de banques d'affaires tout en étant rattachées à des maisons mères dont le modèle est celui de la banque universelle. De manière plus précise, ces filiales et succursales sont réglementairement des banques universelles, mais dans les faits apparaissent plutôt comme des banques spécialisées. Cette particularité est de nature à exposer le secteur bancaire luxembourgeois à un risque d'absence de diversification de leurs affaires.

2.2 QUEL BILAN EN MATIÈRE D'EMPLOI BANCAIRE PEUT-ON TIRER DE LA CRISE FINANCIÈRE AU 31 DÉCEMBRE 2008 ?

De nombreuses banques, en particulier américaines, anglaises ou islandaises, ont été fortement impactées par la crise financière au cours de l'année 2008. Pour la place bancaire luxembourgeoise, cela s'est traduit par la mise en place d'un certain nombre de plans sociaux (State Street Bank, Sella Bank ou JP Morgan par exemple). Toutefois, au 31 décembre, seule la Landsbanki Luxembourg SA, d'origine islandaise, employant 143 personnes, était en liquidation.

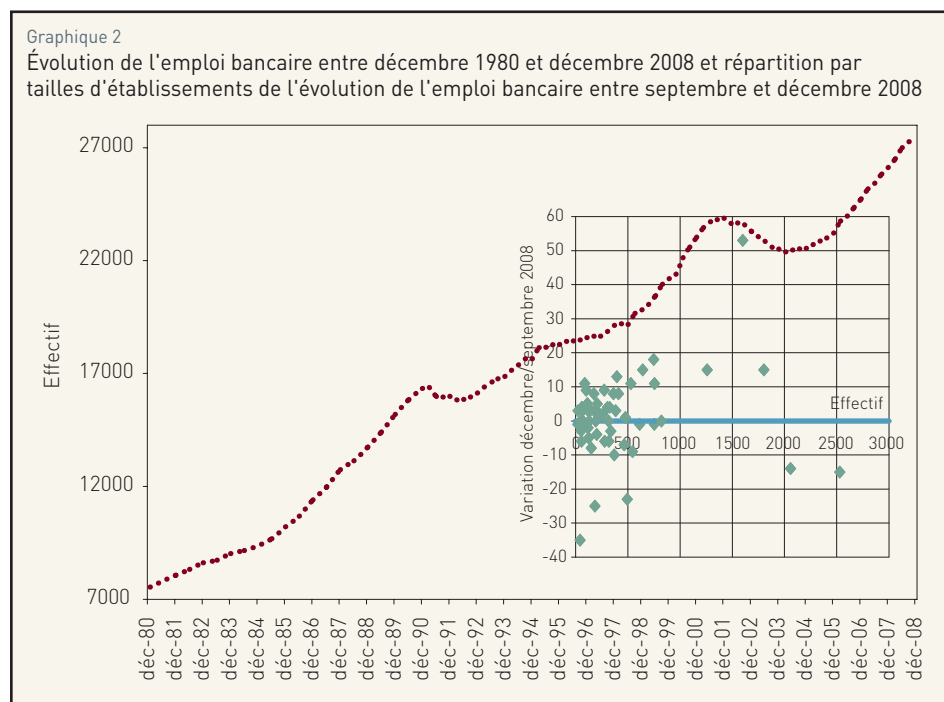
Au cours de l'année 2008, en dehors de cette mise en liquidation, 40 banques ont réduit leurs effectifs d'un total de 641 emplois. Parmi ces 40 banques, trois, totalisant 137 emplois, ont été retirées de la liste des banques mais pour des raisons qui ne sont pas directement liées à la crise financière (cf. paragraphe de ce bulletin consacré aux constitutions et retraits).

Au total, le secteur bancaire luxembourgeois a créé 1 069 emplois entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008, portant l'effectif de la place à 27 208 personnes (+4,09%). Bien que positive, cette croissance de l'emploi est plus faible que celles observées en 2007 (+5,68%) et en 2006 (+6,50%); elle correspond surtout aux prémices d'une tendance qui sera sans doute négative tout au long de l'année 2009, en raison des pressions exercées par la crise économique sur les revenus récurrents des banques (intérêts et commissions). En outre, les situations des banques islandaises Glitnir (39 emplois au 31 décembre 2008), déclarée en suspension de paiement (article 60-2 de la loi du 5 avril 1993), et Kaupthing (185 emplois), en restructuration, demeurent fragiles et pourraient venir renforcer cette tendance négative.


Finalement, au cours du dernier trimestre 2008, l'emploi bancaire était en recul (-0,22%) pour la première fois depuis le premier trimestre 2004.

Cette crise économique et financière, dont les contours et les répercussions sont encore assez mal définis, intervient un peu plus de cinq ans après la fin de la crise financière entamée en 2001. Quels enseignements peut-on tirer de cette dernière en matière d'impact sur l'emploi bancaire ?

Tout d'abord, la crise de 2001 n'était pas une crise systémique. Il s'agissait d'un retournement brutal de cycle lié au dégonflement soudain du prix d'un certain nombre d'actifs (en particulier des valeurs technologiques). Le point commun avec la situation actuelle réside dans l'effondrement des capitalisations boursières internationales. Il faut cependant souligner que ce dernier a été beaucoup moins fort en 2001 qu'il ne l'est actuellement. De plus, l'économie mondiale avait mieux résisté à la crise qu'elle ne le



Source : BCL



fait aujourd'hui, en raison notamment des relais de croissance constitués par les pays dits « BRIC » (Brésil, Russie, Inde et Chine). Or, en raison du recul des prix des matières premières et d'une atonie de la consommation dans les grandes économies de l'OCDE, ces pays sont eux-mêmes entraînés dans un ralentissement économique marqué. Au final, la crise de 2001, en tant que crise financière, a néanmoins eu un impact négatif sur l'emploi bancaire à Luxembourg.

Ainsi, après avoir culminé à 23 879 emplois en fin d'année 2001, l'effectif des banques luxembourgeoises avait connu alors une longue période de décroissance qui ne s'est achevée qu'à la fin du premier trimestre 2004, pour atteindre 22 385 emplois. En regard des conséquences de la crise de 2001 (retour des capitalisations boursières européennes et américaines à leurs niveaux de 1998, fort ralentissement des économies occidentales...), cette baisse de 6,26% de l'emploi bancaire salarié semble plutôt modérée. Elle est proportionnelle à la baisse de 6,36% de la somme de bilan et de 7,13% du produit bancaire sur la période. Cette dernière s'explique en grande partie par de moindres commissions perçues (-7% en moyenne trimestrielle sur la période) alors que la marge sur intérêt (intermédiation bancaire et revenus des valeurs mobilières à revenu fixe) demeurait stable. La transmission du ralentissement de l'activité à l'emploi s'est donc faite avec retard, puisqu'elle n'est intervenue qu'en début de 2002 alors que la crise financière sévissait depuis mars 2001.

L'époque actuelle se caractérise par un retard d'ajustement encore plus prononcé de l'emploi bancaire qui n'est en baisse qu'au quatrième trimestre 2008 alors que la crise financière a véritablement éclaté en août 2007.

Si l'on considère qu'une véritable aggravation de la crise financière s'est produite en septembre 2008, avec la faillite de Lehman Brothers, la transmission à l'emploi est au moins aussi rapide qu'en 2001.

2.3 QUELS SONT LES RISQUES À COURT TERME QUI PÈSENT SUR LA PLACE BANCAIRE LUXEMBOURGEOISE ?

D'une manière générale deux risques majeurs pèsent sur l'emploi bancaire : une atonie des activités financières, notamment dans le domaine de l'administration d'actifs, et une consolidation du secteur en raison de la faiblesse actuelle des capitalisations boursières.

En ce qui concerne les activités financières, au quatrième trimestre 2008, le produit bancaire des banques luxembourgeoises affichait une contraction de 7,4% par rapport à son niveau du quatrième trimestre 2007. Cette baisse s'est trouvée amortie par la forte progression de la marge sur intérêts. Celle-ci sera soutenue dans un premier temps par la tendance à la baisse des taux d'intérêt compte tenu de la transformation d'échéances ; elle subira cependant dans un deuxième temps les conséquences d'une contraction du volume des affaires entamée depuis le quatrième trimestre 2008. En revanche, le nombre d'OPC continuait sa progression en décembre 2008. Ainsi, même si la valeur nette d'inventaire est fortement en baisse et que les revenus des banques commencent à être impactés par la crise financière, via le montant des commissions (-5,6% entre décembre 2007 et décembre 2008), l'activité d'administration de fonds et de banque dépositaire demeure soutenue¹⁰.

Dans le second cas, il est requis tout d'abord de rappeler que le droit du travail luxembourgeois pose le principe de la continuation des relations de travail lors de la modification de la situation de l'employeur¹¹.

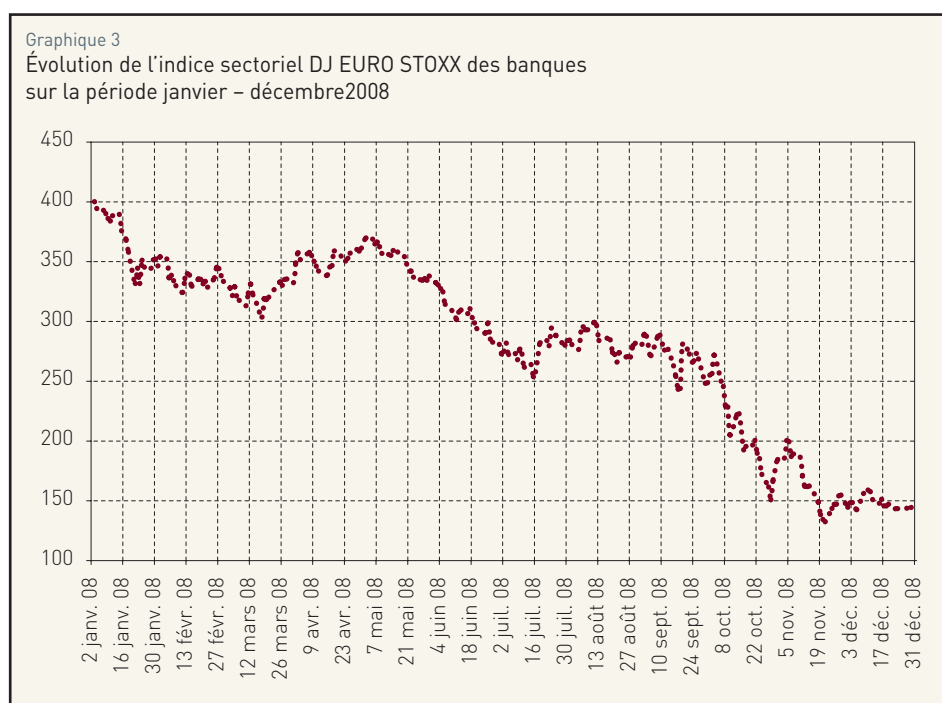
¹⁰ Ce point a été confirmé par plusieurs banques interrogées par la Banque centrale du Luxembourg.

¹¹ La loi du 24 mai 1989 relative au contrat de travail dispose que « s'il survient une modification dans la situation de l'employeur notamment par succession, vente, fusion [...] tous les contrats de travail en cours au jour de la modification subsistent entre le nouvel employeur et les salariés de l'entreprise » (article 36, alinéa 1), renforcé par l'alinéa 2 de ce même article « le transfert de l'entreprise résultant notamment [...] d'une fusion ne constitue pas en lui-même un motif de licenciement pour le cédant ou le cessionnaire ». Cet article est repris dans la convention collective des banques, sous l'article 5, alinéa 3, qui dispose en outre qu'« au cours des deux premières années à partir de cette modification, aucune résiliation pour cause de réorganisation ou de rationalisation [...] ne peut intervenir en défaveur des employés, sauf accord de la délégation des employés ».

Il est peu probable d'observer une diminution franche et immédiate de l'effectif de deux établissements fusionnés. Ainsi, trois opérations de fusions/acquisitions se sont déroulées en 2007 et 2008 :

- Banca Nazionale del Lavoro S.A. et BNP Paribas (31/03/07)
- BPU banca International S.A. et UBI Banca International S.A. (01/10/07)
- Capitalia Luxembourg S.A. et UniCredit International Bank (Luxembourg) S.A. (01/07/08)

Or, l'effectif cumulé de ces six établissements est passé de 716 en décembre 2006 à 742 en décembre 2008, soit une progression de 3,63%. Durant la même période, l'effectif global des banques luxembourgeoises progressait de 10%.



Source : Bloomberg

2.4 CONCLUSION

La situation de l'emploi bancaire au Luxembourg s'est dégradée en toute fin d'année 2008 sous les effets les plus spectaculaires de la crise financière : faillites et plans sociaux. Les risques qui pèsent sur l'activité des banques luxembourgeoises sont importants. En outre, la plupart des grands groupes bancaires internationaux ont d'ores et déjà gelé leurs programmes de recrutement pour 2009. Au meilleur des cas, l'emploi bancaire pourrait stagner tout au long de l'année. Pourtant, en début de décennie, l'emploi bancaire a baissé de 6% alors que la crise financière actuelle se combine avec une grave crise économique qui peut dès lors générer un recul au moins comparable.



3 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES « LOLA 1.0 : LUXEMBOURG OVERLAPPING GENERATION MODEL FOR POLICY ANALYSIS »¹²

L'approche méthodologique actuellement privilégiée pour l'analyse de problèmes de politique macroéconomique est celle des modèles d'équilibre général dynamique. Ces modèles sont à interpréter comme des représentations stylisées (maquettes) du fonctionnement de l'économie. Ils sont construits à partir de représentations cohérentes et rigoureuses des mécanismes de marché et du comportement des agents économiques, fondées sur la théorie microéconomique. Hormis quelques cas particuliers hyper simplifiés, les propriétés et implications de ces modélisations de la réalité économique peuvent rarement être étudiées en termes analytiques généraux. Typiquement, les maquettes sont « calibrées » et leurs propriétés étudiées par simulations numériques, en veillant à spécifier et calibrer le modèle initial (scénario de base) de façon à reproduire des caractéristiques bien établies de l'économie considérée. Les effets de politiques économiques ou autres modifications de l'environnement économique sont simulés en élaborant des variantes du scénario de base.

Le modèle LOLA se conforme à cette approche d'équilibre général dynamique. Il vise principalement à étudier tant les effets de chocs structurels, comme les chocs de démographie, que les effets de politiques structurelles, telles que les recommandations de l'agenda de Lisbonne. Deux éléments principaux caractérisent ce modèle. Premièrement, le modèle LOLA se base sur les modèles à générations imbriquées (OLG models) dont le but est de distinguer différentes générations d'individus (travailleurs, préretraités, retraités) et de modéliser le comportement d'épargne. Cependant, la plupart des modèles à générations imbriquées supposent un marché du travail parfaitement compétitif avec absence de chômage involontaire, ce qui est gênant lorsque qu'il s'agit d'appréhender une variable telle que le taux d'emploi. Lorsque le chômage est pris en compte, la présentation est généralement simplifiée, soit en ignorant la dimension frictionnelle du chômage (liée aux flux d'entrées et sorties), soit en simplifiant la représentation des classes d'âge en adoptant l'hypothèse de « jeunesse perpétuelle » à la Blanchard.

Deuxièmement, notre recherche se base sur *les modèles à la Mortensen-Pissarides* qui représentent explicitement les comportements de demande et d'offre de travail, les processus de formation des prix et des salaires et leurs impacts sur les probabilités d'embauche. Cependant, ces modèles font généralement l'impasse sur la dimension intergénérationnelle. Notre objectif est donc de proposer une modélisation de l'économie luxembourgeoise qui permette de traiter simultanément la dimension frictionnelle inhérente au marché du travail (taux d'emploi, taux de chômage et taux d'activité) et la dimension intergénérationnelle (vieillesse, épargne, pension,...).

Plus précisément, dans LOLA, la vie d'un individu (de 25 ans à 100 ans) est divisée en 15 périodes. Une période représente donc 5 ans. La taille de la population (c'est-à-dire les probabilités de passage d'une génération à une autre) est fixée de manière à avoir une pyramide des âges réaliste. Selon son âge, un individu peut être en emploi, au chômage, préretraite ou en retraite. Le modèle fait également la distinction entre travailleurs résidents et travailleurs frontaliers. En outre, une seule fonction d'appariement est utilisée, ce qui signifie par exemple que les travailleurs juniors et seniors sont en concurrence pour le même type d'emplois, tout comme sont en concurrence travailleurs résidents et travailleurs frontaliers. Les salaires sont déterminés par une négociation entre l'employeur et l'employé et peuvent donc différer entre générations, de même qu'entre résidents et frontaliers. Le modèle comporte un système de pension par répartition (« pay as you go ») mais une pension complémentaire peut être financée par l'épargne individuelle. Outre les pensions, le gouvernement doit également financer les pré-pensions, les allocations de chômage et les autres dépenses publiques. Toutes ces dépenses sont financées par une taxe sur les salaires, une partie étant à la charge de l'employeur et l'autre partie à la charge de l'employé et par une taxe sur la consommation. Ce modèle est calibré sur les données luxembourgeoises.

12 Par O. Pierrard et H. Sneessens

A titre d'illustration, nous utilisons le modèle LOLA afin d'analyser et de comprendre les risques à moyen et long terme que les évolutions démographiques (vieillesse de la population et importance des frontaliers) font peser sur le financement des pensions au Luxembourg. Ce type d'analyse revêt une importance particulière dans un pays tel que le Luxembourg. La petite taille et la forte ouverture du pays compliquent certes tout exercice de projection, surtout sur un horizon de long terme. Cependant, ces mêmes caractéristiques exacerbent la fragilité financière du régime de pension. Les modèles d'équilibre général permettent de mieux appréhender les sources de vulnérabilité et, partant, de choisir en connaissance de cause les mesures susceptibles de pallier ces menaces.

Le modèle suggère que le vieillissement de la population, tant résidente que frontalière, induira à long terme (aux alentours de 2040) une hausse marquée des dépenses de pensions et, en conséquence, une détérioration sensible des finances publiques. Même en supposant une hausse continue de la productivité et du nombre de frontaliers et d'immigrants, le coût pour les finances publiques serait encore de l'ordre de 10% du PIB.¹³ Le modèle suggère dans le même temps qu'une baisse de 10 points de pourcentage du ratio de remplacement réel des pensions (par exemple en suspendant provisoirement l'indexation des pensions aux salaires réels) couplée à une baisse 10 points de pourcentage du différentiel entre salaire brut et salaire net pour les 55-65 ans (ce qui entraîne une hausse du taux d'activité de ces travailleurs) peut résoudre le futur problème de financement des pensions tout en préservant le bien-être de la population. En conclusion, le financement futur des pensions pourrait être assuré par une réforme initiée dès aujourd'hui, pourvu que cette réforme soit à la fois ciblée et efficace. Un tel effort de préfinancement des charges de pension futures permettrait d'éviter demain des réformes « révolutionnaires » socialement très douloureuses. Il est également important de noter que malgré des approches complètement différentes (modèle d'équilibre général vs. modèle comptable), nos résultats sont assez proches de ceux de travaux antérieurs réalisés à la BCL.¹⁴

Il convient évidemment d'interpréter ces résultats avec prudence. Premièrement, le Luxembourg est une petite économie ouverte qui est de ce fait fortement exposée aux chocs extérieurs. Il n'est donc pas aisé d'élaborer des hypothèses représentatives du futur. Deuxièmement, nos résultats sont basés sur un modèle et donc, par définition, sur une simplification de la réalité. C'est pourquoi ce modèle sera encore développé et affiné dans le futur (LOLA 2.0). Ces extensions et améliorations concerneront en particulier les parties 'finances publiques' et 'demande étrangère'.

13 Les hypothèses concernant ces hausses (productivité, nouveaux frontaliers, nouveaux immigrants) sont basées sur nos propres estimations et/ou l'extrapolation du passé.

14 Bouchet, M. (2003). 'The sustainability of the private sector pension system from a long-term perspective: The case of Luxembourg'. Cahier d'Etude no 6.



4 RÉSUMÉ NON TECHNIQUE DU CAHIER D'ÉTUDES « LA FLEXIBILITÉ DES SALAIRES AU LUXEMBOURG : UNE ANALYSE SUR LA BASE DE MICRO-DONNÉES »¹⁵

Cette analyse est le fruit d'une étude menée au sein du «Eurosystem Wage Dynamics Network» (WDN), un réseau de recherche en cours au sein de l'Eurosystème dont l'objectif principal est d'analyser la dynamique des salaires. Dans le cadre de ce projet, certaines banques centrales procèdent à l'analyse des salaires sur la base de micro-données afin d'étudier le degré ainsi que les caractéristiques d'éventuelles rigidités salariales.

Cet article présente une sélection de résultats préliminaires basés sur l'analyse des salaires individuels au Luxembourg. La rigidité des salaires est un élément crucial pour les modèles macroéconomiques et pour la politique monétaire. La littérature néo-keynésienne a réaffirmé le rôle de la rigidité des salaires et la pertinence du recours aux micro-données. Une éventuelle rigidité des salaires pourrait être à l'origine de la rigidité des prix identifiée dans le cadre du projet de recherche «Inflation Persistence Network». De plus, la rigidité des salaires est souvent considérée comme la cause principale d'un taux de chômage structurel européen supérieur à celui des États-Unis.

Au Luxembourg, l'analyse des salaires individuels se base sur des salaires mensuels nominaux compilés par l'Inspection Générale de la Sécurité Sociale (IGSS). La base de données couvre l'ensemble de l'économie nationale. La période de référence s'étend de janvier 2001 à décembre 2006. L'indicateur clé de la flexibilité des salaires nominaux se réfère à la fréquence avec laquelle les salaires de base sont révisés. Afin d'étudier plus spécifiquement la rigidité nominale des salaires à la baisse, une distinction est faite entre une augmentation des salaires et une baisse des salaires. Les résultats préliminaires sont en résumé les suivants :

Tout d'abord, les erreurs de mesure peuvent biaiser à la hausse l'estimation de la fréquence de changement des salaires, évaluée à 57% sur la base de données brutes. L'analyse propose deux manières de limiter ce type d'erreurs. Tandis que la première approche prévoit un jeu de règles de jugement identifiant un comportement de salaires invraisemblable, la deuxième approche se base sur un test de changements structurels multiples tel que proposé par Bai et Perron (Bai et Perron, 1998). Selon ces deux approches, la fréquence de changement des salaires se situe entre 9% et 14%. Par conséquent, au Luxembourg, la fréquence de changement des salaires est inférieure à la fréquence de changement des prix à la consommation, qui a été estimée à 17% par Lünemann et Mathä.

Deuxièmement, on constate une différence substantielle dans la fréquence d'un changement de salaire en fonction de la taille de l'entreprise et du secteur d'activité, entre les entreprises publiques et les entreprises privées et entre les différents statuts du salarié (ouvrier, employé ou fonctionnaire). Plus spécifiquement, la fréquence de changement des salaires est nettement supérieure pour les grandes entreprises et les entreprises publiques.

Troisièmement, étant donné leur forte concentration dans les périodes d'indexation ainsi qu'au mois de janvier, les changements de salaires sont essentiellement synchronisés. Pendant une année typique, la moitié des changements salariaux a lieu lors de l'indexation automatique des salaires. De plus, environ 25% des changements salariaux se produisent au mois de janvier, reflétant ainsi l'importance des accords de négociation salariale qui entrent en vigueur en début d'année. La quasi-totalité des salaires est ajustée lors de l'indexation des salaires. La flexibilité des salaires est donc en grande partie induite par des contraintes de caractère institutionnel. En faisant abstraction de l'influence de certaines de ces contraintes sur l'évolution des salaires (l'indexation automatique, l'ajustement du salaire minimum ou

15 Par Patrick Lünemann et Ladislav Wintr

encore le changement de l'état civil ou de l'âge), la fréquence de changement des salaires est inférieure à 7%. Ce résultat suggère ainsi que la fréquence de changement des salaires mesurée surestime le degré effectif de flexibilité à la disposition des entreprises.

Enfin, l'analyse suggère que les salaires au Luxembourg se caractérisent par un degré substantiel de rigidité à la baisse. En termes nominaux, de mois en mois et d'année en année, à peine 1% des salaires est ajusté à la baisse. En termes réels, sur base annuelle, très peu de salaires augmentent à un taux inférieur au taux d'inflation, en reflet du mécanisme d'indexation (à savoir 2,5%) en vigueur.

Références :

Bai, J. et P. Perron (1998).

Estimating and testing linear models with multiple structural changes.

Econometrica 66 (1), 47-78.

Lünnemann, P. et T. Mathä (2005).

Consumer price behaviour in Luxembourg: Evidence from micro CPI data.

Cahiers d'Etudes Banque centrale du Luxembourg, n° 17.



5 NICHT-TECHNISCHE ZUSAMMENFASSUNG DES ARBEITSPAPIERS „REGIONALE LÖHNE UND MARKTPOTENTIAL IN DER ERWEITERTEN EU : EINE EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG“¹⁶

Die „Neue Ökonomische Geographie“ hat zum zentralen Anliegen, die räumliche Wirtschaftsstruktur und die Ballung der wirtschaftlichen Aktivität zu erklären. Sie sieht die räumliche Ballung als einen durch zirkuläre und kumulative Kräfte bedingten endogenen Prozess. Der entscheidende theoretische Ansatzpunkt ist dabei die Fokussierung auf Marktgrößeneffekte, die in mikroökonomisch fundierten Modellen des allgemeinen Gleichgewichts mit unvollkommenem Wettbewerb und Transportkosten auf dem Gütermarkt dargestellt werden.

Eine empirisch verifizierbare Aussage ist, dass die geographische Einkommensstruktur eng mit dem Marktzutritt oder Marktpotential eines Wirtschaftsstandortes zusammenhängt. Unter Letzterem versteht man im Allgemeinen den Zutritt eines Wirtschaftsstandortes zu den Märkten anderer Wirtschaftsstandorte. Es wird im Allgemeinen als entfernungsgewichtete Summe der wirtschaftlichen Aktivität aller Wirtschaftsstandorte berechnet. Der grundlegende Ansatzpunkt der Neuen Ökonomischen Geographie ist somit offenkundig. In einer Welt der Marktgrößeneffekte, in der Firmen sich auf die Produktion bestimmter Güter spezialisieren, sind von Absatzmärkten weit entfernt liegende Wirtschaftsstandorte benachteiligt, da im Durchschnitt höhere Transportkosten bezahlt werden müssen und folglich geringere Umsätze erzielt werden, was letztendlich zu geringeren Lohneinkommen der Beschäftigten führt.

Das vorliegende Arbeitspapier untersucht anhand von Regionaldaten für die erweiterte Europäische Union inwieweit dieser Sachverhalt zutreffend ist. Die Schätzungen belegen, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Marktpotential eines Wirtschaftsstandortes und dem Lohneinkommen der Beschäftigten besteht. Steigt der Marktzutritt einer Region um das Doppelte, so steigt das durchschnittliche Lohneinkommen um ungefähr 6 Prozent in den alten EU-Wirtschaftsstandorten und ungefähr 41 Prozent in den Wirtschaftsstandorten der neuen EU-Mitgliedstaaten. Zudem erzielt die Verbesserung des Ausbildungsniveaus eine beträchtliche volkswirtschaftliche Rendite. Steigt der Anteil der aktiven Bevölkerung mit Hochschulausbildung um 1 Prozentpunkt, so steigt das durchschnittliche Lohneinkommen um ungefähr 1 Prozent; dieses gilt sowohl für die Regionen der alten EU15 Staaten als auch der neuen Mitgliedsstaaten.

Unterteilt man das Gesamtmarktpotential in verschiedene geographische Einheiten, so ergibt sich, dass das lokale Marktpotential eines Wirtschaftsstandortes, d.h. das Marktpotential, welches ein Wirtschaftsstandort auf Grund der Nachfrage nach eigenen Produkten aufweist, das Einkommensniveau der Beschäftigten maßgeblich bestimmt, während unmittelbar angrenzende Wirtschaftsstandorte keinen signifikanten Einfluss ausüben. Der Marktzutritt zu allen anderen Wirtschaftsstandorten in der erweiterten EU jedoch ist von ähnlicher Bedeutung. Für das Lohneinkommen ist von Bedeutung, wo sich ein Wirtschaftsstandort geographisch gesehen im Vergleich zu der wirtschaftlichen Aktivität nicht unmittelbar angrenzender Wirtschaftsstandorte in der EU befindet, d.h. wie weit entfernt seine Absatzmärkte im Vergleich derer anderer Wirtschaftsstandorte sind. Diese Gesamtergebnisse auf Luxemburg übertragend, ließe sich die Schlussfolgerung ableiten, dass Luxemburgs Einkommen und Wohlstand vor allem auf seiner eigenen Wirtschaftskraft und dem sehr guten Marktzutritt zu allen anderen Wirtschaftsstandorten in der EU beruhen. Der Marktzutritt zu den angrenzenden Wirtschaftsstandorten der Großregion dagegen hätte keine besondere Relevanz.

¹⁶ Par Thomas Mathä et Allison Swachmann

Der Wirtschaftsstandort Luxemburg hat in der Vergangenheit in ausgesprochenem Maße von der Europäischen Integration profitiert. Die Resultate eines Gedankenexperimentes zeigen, dass der Wirtschaftsstandort Luxemburg mit am härtesten getroffen werden würde, wenn morgen alle Staatsgrenzen in der EU schlössen und der Warenaustausch zum Erliegen käme. Luxemburg hat demnach ein großes Interesse an einer Weiterführung und Vertiefung der Europäischen Integration.

3 STATISTIQUES

1	Statistiques de politique monétaire	98
1.1	Situation financière consolidée de l'Eurosystème	98
1.2	Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg	100
1.3	Taux directeurs de la Banque centrale européenne	102
1.4	Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres	103
1.5	Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro	106
1.6	Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg	107
1.7	Position de liquidité du système bancaire	108
2	Evolutions monétaires et financières de la zone euro et au Luxembourg	110
2.2	Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises	110
2.3	Agrégats monétaires de la zone euro	112
2.4	Eléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires	113
3	Marchés des capitaux et taux d'intérêt	114
3.3	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats	114
3.4	Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours	115
3.5	Taux d'intérêt du marché monétaire	116
3.6	Rendements des emprunts publics	117
3.7	Indices boursiers	118
3.8	Taux de change	119
4	Données générales sur le système financier au Luxembourg	120
4.2	Situation de l'emploi dans les établissements de crédit luxembourgeois	120
4.3	Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg	122
4.4	Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois	123
4.7	Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois	124
4.14	Evolution du nombre des OPC luxembourgeois	126
4.15	Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois	127
4.16	Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois	128
5	Situation des établissements de crédit du Luxembourg sur les euro-marchés	130
5.1	Activité bancaire internationale : ventilation géographique	130
5.2	Activité bancaire internationale : ventilation par devise	134
5.3	Activité bancaire internationale : part du Luxembourg	138
10	Balance des paiements du Luxembourg	140
10.1	Balance des paiements du Luxembourg : résumé	140
11	Position extérieur globale du Luxembourg	141
11.1	Position extérieure globale du Luxembourg : résumé	141

Tableau 1.1

Situation financière consolidée de l'Eurosystème (en millions de EUR; données brutes; encours)

1. Actif

	Avoirs et créances en or	Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	Créances en devises sur des résidents de la zone euro	Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Cessions temporaires de réglage fin	Cessions temporaires à des fins structurelles	Facilité de prêt marginal	Appels de marge versés	Autres concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	Créances en euros sur des administrations publiques	Autres actifs	Total de l'actif
2007																
25 jan.	176 720	142 344	22 098	13 760	437 508	317 502	120 000	0	0	6	0	12 534	82 066	39 359	221 759	1 148 148
22 fév.	176 484	143 291	21 430	14 104	431 514	301 500	130 001	0	0	0	13	13 982	85 892	39 311	224 388	1 150 396
29 mars	181 399	140 655	23 212	15 736	433 565	283 500	150 001	0	0	64	0	14 759	88 942	39 283	225 053	1 162 604
26 avril	180 703	142 051	25 014	14 463	440 018	288 500	149 999	0	0	1 519	0	15 800	92 358	39 240	226 661	1 176 308
31 mai	179 995	143 270	25 379	15 353	434 509	284 501	150 002	0	0	6	0	14 415	94 861	37 643	233 014	1 178 439
28 juin	172 756	141 647	24 433	16 713	464 608	313 499	150 002	0	0	1 104	3	13 759	93 704	37 147	243 686	1 208 453
26 juil.	172 141	143 246	24 268	16 207	465 667	315 501	150 003	0	0	155	8	14 018	94 246	37 148	245 643	1 212 584
30 août	172 000	144 162	26 385	17 458	400 116	209 998	190 001	0	0	110	7	11 825	93 275	37 145	255 168	1 157 534
27 sep.	186 233	141 973	23 907	16 098	455 216	190 000	265 000	0	0	215	1	13 276	95 415	37 122	281 156	1 250 396
25 oct.	185 723	142 191	23 817	18 128	447 025	182 000	265 004	0	0	2	19	15 409	95 836	37 122	298 253	1 263 504
29 nov.	185 357	142 164	25 167	14 504	463 068	178 001	285 004	0	0	60	3	20 972	95 865	37 103	313 066	1 297 266
27 déc.	201 546	135 171	41 911	13 827	637 176	368 607	268 476	0	0	91	2	23 898	96 045	37 063	324 609	1 511 244
Elargissement de la zone euro																
2008																
31 jan.	201 452	143 046	34 525	14 501	435 999	167 501	268 491	0	0	4	3	30 695	99 340	38 634	332 726	1 330 918
28 fév.	201 299	137 826	24 714	14 538	451 481	183 001	268 479	0	0	0	1	30 801	106 297	38 635	331 167	1 336 758
27 mars	201 136	141 123	34 814	14 906	486 031	215 999	270 000	0	0	0	32	34 996	108 042	38 640	331 116	1 390 804
24 avril	209 643	138 660	40 142	15 890	468 020	173 000	295 001	0	0	1	18	34 832	109 350	38 592	350 730	1 405 859
29 mai	209 545	136 301	54 943	15 613	455 821	170 002	285 027	0	0	791	1	32 095	114 000	38 007	366 920	1 423 245
26 juin	209 353	135 270	56 283	14 686	483 006	208 001	275 004	0	0	0	1	31 723	114 708	38 002	379 679	1 462 710
31 juil.	208 342	136 858	54 698	16 401	466 022	165 999	300 018	0	0	0	5	35 232	111 658	37 456	377 895	1 444 562
28 août	208 251	135 372	55 143	15 417	467 044	167 001	300 000	0	0	39	4	38 180	111 091	37 457	381 184	1 449 139
25 sep.	208 111	134 408	103 153	15 042	487 311	180 001	300 516	0	0	6 788	6	46 408	111 284	37 474	375 357	1 518 548
30 oct.	220 193	155 164	205 828	11 232	839 593	326 565	501 789	0	0	11 230	10	63 626	116 915	37 441	381 454	2 031 447
27 nov.	220 011	159 670	208 202	10 277	794 921	335 166	455 319	0	0	4 375	60	49 487	120 502	37 491	378 490	1 979 051
25 déc.	219 707	149 650	229 518	9 202	843 197	224 400	616 901	0	0	1 820	77	58 438	121 287	37 496	374 969	2 043 465
Elargissement de la zone euro																
2009																
29 jan.	218 320	159 179	171 214	22 532	748 324	214 860	528 617	0	0	4 836	11	33 509	282 982	37 439	233 480	1 906 979

Source: BCE

2. Passif

	Billets en circulation	Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	Facilité de dépôt	Reprises de liquidités en blanc	Cessions temporaires de réglage fin	Appels de marge reçus	Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	Certificats de dette émis	Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	Autres passifs	Comptes de réévaluation	Capital et réserves	Total du passif
2007																		
25 jan.	602 691	177 871	176 124	20	1 727	0	0	106	1	68 710	19 340	169	13 326	5 611	71 935	121 990	66 398	1 148 148
22 fév.	603 630	179 129	177 803	494	832	0	0	134	0	68 642	17 904	290	13 634	5 611	72 346	121 990	67 086	1 150 396
29 mars	613 605	181 014	179 754	1 103	155	0	2	106	0	65 823	18 774	158	13 458	5 578	71 110	125 521	67 457	1 162 604
26 avril	619 662	183 664	183 574	18	64	0	8	127	0	69 973	19 521	296	15 878	5 578	67 760	125 521	68 328	1 176 308
31 mai	626 775	188 221	188 025	196	0	0	0	196	0	54 555	20 254	156	16 418	5 578	72 435	125 521	68 330	1 178 439
28 juin	633 076	183 186	182 086	1 100	0	0	0	226	0	77 881	28 116	178	16 059	5 517	78 893	117 010	68 311	1 208 453
26 juil.	638 962	196 804	195 209	1 595	0	0	0	216	0	71 036	18 698	323	17 299	5 517	78 406	117 010	68 313	1 212 584
30 août	637 187	132 614	132 296	318	0	0	0	189	0	73 187	20 859	134	19 410	5 517	82 536	117 010	68 891	1 157 534
27 sep.	637 292	192 150	186 667	5 472	0	0	11	170	0	73 572	23 913	613	18 112	5 398	99 223	131 060	68 893	1 250 396
25 oct.	637 770	191 911	191 746	155	0	0	10	150	0	76 606	25 394	215	18 611	5 398	107 491	131 060	68 898	1 263 504
29 nov.	645 697	203 794	203 522	267	0	0	5	137	0	75 096	28 748	240	19 443	5 398	118 744	131 060	68 909	1 297 266
27 déc.	676 677	379 181	267 335	8 831	101 580	0	1 435	126	0	46 173	45 090	2 490	15 552	5 278	124 377	147 410	68 890	1 511 244
Elargissement de la zone euro																		
2008																		
31 jan.	652 624	199 240	198 471	510	0	0	259	256	0	55 057	48 797	1 301	19 267	5 311	131 749	147 665	69 651	1 330 918
28 fév.	654 216	194 369	193 576	226	0	0	567	211	0	79 692	34 399	762	18 591	5 311	130 945	147 665	70 597	1 336 758
27 mars	661 447	226 290	225 091	964	0	0	235	179	0	79 273	47 914	1 254	19 589	5 311	131 288	147 666	70 593	1 390 804
24 avril	664 260	197 364	196 875	140	0	0	349	184	0	90 394	58 072	888	19 348	5 148	142 150	156 231	71 820	1 405 859
29 mai	672 006	207 582	207 516	55	0	0	11	156	0	71 916	73 373	2 280	16 514	5 148	146 100	156 231	71 939	1 423 245
26 juin	677 441	227 208	226 528	674	0	0	6	206	0	81 404	77 470	2 998	15 575	5 148	147 357	156 231	71 672	1 462 710
31 juil.	688 625	214 824	214 732	87	0	0	5	227	0	66 414	78 868	2 093	18 325	5 120	146 032	152 364	71 670	1 444 562
28 août	683 529	204 298	204 060	232	0	0	6	152	0	85 026	80 059	884	17 339	5 120	148 693	152 364	71 675	1 449 139
25 sep.	681 659	243 461	215 393	28 059	0	0	9	318	0	62 326	127 464	2 136	16 068	5 120	155 952	152 364	71 680	1 518 548
30 oct.	727 706	458 872	179 442	279 365	0	0	64	208	0	109 414	303 381	680	16 706	5 384	168 731	168 685	71 681	2 031 447
27 nov.	731 454	401 159	197 203	203 888	0	0	69	177	0	142 095	278 357	-1 546	14 517	5 384	167 081	168 685	71 687	1 979 051
25 déc.	765 413	455 784	225 947	229 785	0	0	52	211	0	116 079	285 988	2 874	10 191	5 384	161 162	168 685	71 694	2 043 465
Elargissement de la zone euro																		
2009																		
29 jan.	740 264	365 607	200 534	164 935	0	0	138	409	0	127 770	232 203	1 828	8 123	5 446	177 593	176 589	71 149	1 906 979

Source : BCE

Tableau 1.2

Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg (en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

1. Actif

	Avoirs et créances en or	Créances en devises sur des non-résidents de la zone euro	Créances en devises sur des résidents de la zone euro	Créances en euros sur des non-résidents de la zone euro	Concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Cessions temporaires de réglage fin	Cessions temporaires à des fins structurelles	Facilités de prêt marginal	Appels de marge versés	Autres concours en euros aux établissements de crédit de la zone euro	Titres en euros émis par des résidents de la zone euro	Créances en euros sur des administrations publiques	Créances envers l'Euro-système	Autres actifs	Total de l'actif
2007																	
jan.	36	160	37	1 373	38 230	29 387	8 843	0	0	0	0	2	2 278	0	6 087	1 589	49 792
fév.	36	160	37	1 429	41 336	32 454	8 882	0	0	0	0	2	2 227	0	2 794	1 610	49 631
mars	37	156	37	1 481	40 128	30 856	9 272	0	0	0	0	2	2 134	0	5 955	1 679	51 609
avril	37	156	38	1 530	38 147	29 019	9 128	0	0	0	0	2	2 489	0	8 014	1 605	52 018
mai	37	157	75	1 441	40 122	30 686	9 436	0	0	0	0	2	2 575	0	5 231	1 619	51 259
juin	36	156	74	1 430	41 904	33 072	8 832	0	0	0	0	3	2 633	0	3 065	1 772	51 073
juil.	36	158	37	1 485	39 570	31 039	8 531	0	0	0	0	5	2 647	0	6 510	1 660	52 108
août	36	160	37	1 482	30 242	21 644	8 596	0	0	0	0	30	2 598	0	15 265	1 658	51 508
sep.	39	170	216	1 457	40 875	28 143	12 732	0	0	0	0	31	2 547	0	9 928	1 866	57 129
oct.	39	149	286	1 502	32 393	19 661	12 732	0	0	0	0	31	2 488	0	15 261	1 742	53 891
nov.	39	150	325	1 404	32 949	19 007	13 942	0	0	0	0	439	2 393	0	19 021	1 705	58 425
déc.	42	97	1 306	1 254	32 915	24 126	8 789	0	0	0	0	731	2 085	0	18 428	2 179	59 037
Elargissement de la zone euro																	
2008																	
jan.	42	151	1 648	1 193	25 233	18 426	6 807	0	0	0	0	762	2 014	0	21 930	1 955	54 928
fév.	42	288	447	1 232	29 871	22 101	7 770	0	0	0	0	556	2 226	0	20 434	1 975	57 071
mars	44	416	1 295	1 191	33 487	24 442	9 045	0	0	0	0	559	2 288	0	18 473	2 294	60 047
avril	44	427	2 703	1 279	28 504	18 629	9 875	0	0	0	0	159	2 561	0	20 626	2 106	58 409
mai	44	507	4 277	1 279	30 787	23 091	7 696	0	0	0	0	124	2 620	0	19 691	2 129	61 458
juin	43	322	4 747	1 372	39 469	30 867	8 376	0	0	226	0	141	2 530	0	9 169	2 366	60 159
juil.	43	312	4 719	1 545	31 721	23 641	8 080	0	0	0	0	229	2 587	0	16 256	2 183	59 595
août	43	199	5 006	1 653	30 660	22 700	7 921	0	0	39	0	250	2 555	0	18 302	2 184	60 852
sep.	46	458	10 784	1 628	34 520	20 770	12 043	0	0	1 707	0	251	2 496	0	17 026	2 465	69 674
oct.	46	229	10 878	1 701	46 994	29 882	13 782	0	0	3 330	0	449	2 350	0	6 252	2 249	71 148
nov.	46	445	12 005	1 654	38 338	26 988	9 898	0	0	1 452	0	522	2 539	0	22 186	2 238	79 973
déc.	45	239	10 826	2 236	40 081	23 466	16 615	0	0	0	0	580	3 728	0	42 225	737	100 697
Elargissement de la zone euro																	
2009																	
jan.	45	256	7 033	2 237	29 863	16 511	13 347	0	0	5	0	536	3 736	0	24 741	557	69 004

Source: BCL

2. Passif

	Billets en circulation	Engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	Comptes courants (y compris les réserves obligatoires)	Facilités de dépôts	Reprises de liquidités en blanc	Cessions temporaires de réglage fin	Appels de marge reçus	Autres engagements en euros envers les établissements de crédit de la zone euro	Certificats de dette émis	Engagements en euros envers d'autres résidents de la zone euro	Engagements en euros envers des non-résidents de la zone euro	Engagements en devises envers des résidents de la zone euro	Engagements en devises envers des non-résidents de la zone euro	Contrepartie des droits de tirage spéciaux alloués par le FMI	Engagements envers l'Euro-système	Autres passifs	Comptes de réévaluations	Capital et réserves	Total du passif
2007																			
jan.	1 259	7 171	7 171	0	0	0	0	0	0	469	13	0	38	19	40 109	522	31	161	49 792
fév.	1 253	6 534	6 528	6	0	0	0	0	0	466	7	0	37	19	40 460	663	31	161	49 631
mars	1 282	7 736	7 736	0	0	0	0	0	0	463	3	0	37	19	40 947	923	31	168	51 609
avril	1 299	8 034	8 034	0	0	0	0	0	0	460	10	0	38	19	41 386	573	31	168	52 018
mai	1 307	6 616	6 616	0	0	0	0	0	0	457	11	0	76	19	41 849	725	31	168	51 259
juin	1 323	5 720	5 720	0	0	0	0	0	0	453	10	0	75	19	42 298	980	27	168	51 073
juil.	1 338	6 756	6 756	0	0	0	0	0	0	450	13	0	42	19	42 704	591	27	168	52 108
août	1 332	5 556	5 556	0	0	0	0	0	0	446	20	0	73	19	43 125	742	27	168	51 508
sep.	1 332	10 293	10 293	0	0	0	0	0	0	442	60	0	218	19	43 510	1 058	29	168	57 129
oct.	1 341	6 946	6 946	0	0	0	0	0	0	439	98	0	267	19	44 004	580	29	168	53 891
nov.	1 349	10 974	10 974	0	0	0	0	0	0	435	73	0	305	19	44 369	704	29	168	58 425
déc.	1 414	10 780	10 780	0	0	0	0	0	0	434	82	0	296	18	44 786	1 027	32	168	59 037
Elargissement de la zone euro																			
2008																			
jan.	1 353	6 652	6 652	0	0	0	0	0	0	427	82	0	558	18	45 112	526	32	168	54 928
fév.	1 360	8 248	8 242	0	0	0	6	5	0	424	54	0	571	18	45 498	693	32	168	57 071
mars	1 374	10 476	10 476	0	0	0	0	0	0	420	132	0	415	18	45 951	1 046	43	172	60 047
avril	1 393	8 591	8 591	0	0	0	0	0	0	416	133	0	637	18	46 477	529	43	172	58 409
mai	1 397	10 856	10 856	0	0	0	0	0	0	413	125	0	788	18	46 927	719	43	172	61 458
juin	1 411	9 159	9 159	0	0	0	0	0	0	409	143	0	346	18	47 369	1 097	35	172	60 159
juil.	1 428	8 156	8 156	0	0	0	0	0	0	406	432	0	501	18	47 842	605	35	172	59 595
août	1 421	9 158	9 158	0	0	0	0	0	0	402	527	0	126	18	48 237	756	35	172	60 852
sep.	1 422	16 233	11 114	5 119	0	0	0	0	0	397	557	0	461	18	48 880	1 484	50	172	69 674
oct.	1 513	17 131	7 927	9 202	0	0	2	0	0	394	803	0	61	18	50 110	896	50	172	71 148
nov.	1 521	25 080	8 274	16 796	0	0	10	0	0	390	881	0	265	18	50 566	1 030	50	172	79 973
déc.	1 587	45 532	16 514	29 018	0	0	0	0	0	387	1 012	0	58	19	51 035	810	85	172	100 697
Elargissement de la zone euro																			
2009																			
jan.	1 705	14 018	6 609	7 409	0	0	0	0	0	384	1 065	0	58	19	51 200	298	85	172	69 004

Source : BCL

Tableau 1.3

Taux directeurs de la Banque centrale européenne (niveaux en pourcentage annuel; variations en points de pourcentage)

Avec effet à compter du ¹⁾	Facilité de dépôt		Opérations principales de refinancement			Facilité de prêt marginal	
			Appels d'offres à taux fixe	Appels d'offres à taux variable	Variation		
	Niveau	Variation	Taux fixe Niveau	Taux de soumission minimal Niveau		Niveau	Variation
2000							
9 juin	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 juin ³⁾	3,25	0,00	-	4,25	0,00	5,25	0,00
1 sep.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 oct.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
Elargissement de la zone euro							
2001							
11 mai	3,50	- 0,25	-	4,50	- 0,25	5,50	- 0,25
31 août	3,25	- 0,25	-	4,25	- 0,25	5,25	- 0,25
18 sep.	2,75	- 0,50	-	3,75	- 0,50	4,75	- 0,50
9 nov.	2,25	- 0,50	-	3,25	- 0,50	4,25	- 0,50
2002							
6 déc.	1,75	- 0,50	-	2,75	- 0,50	3,75	- 0,50
2003							
7 mars	1,50	- 0,25	-	2,50	- 0,25	3,50	- 0,25
6 juin	1,00	- 0,50	-	2,00	- 0,50	3,00	- 0,50
2005							
6 déc.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006							
8 mars	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 juin	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 août	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 oct.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 déc.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
Elargissement de la zone euro							
2007							
14 mars	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 juin	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008							
9 juil.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 oct.	2,75	- 0,50	-	-	-	4,75	- 0,50
9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	- 0,50
15 ⁵⁾	3,25		3,75	-	- 0,50	4,25	-
12 nov.	2,75	- 0,50	3,25	-	- 0,50	3,75	- 0,50
10 déc.	2,00	- 0,50	2,50	-	- 0,50	3,00	- 0,50
Elargissement de la zone euro							
2009							
21 jan.	1,00	- 1,00	2,00	-	- 0,50	3,00	

Source : BCE

1) La date fait référence aux facilités de dépôt et de prêt marginal.

Sauf indication contraire, pour les opérations principales de refinancement, les modifications du taux sont effectives à compter de la première opération qui suit la date indiquée.

2) Le 22 décembre 1998, la BCE a annoncé que, à titre de mesure exceptionnelle, un corridor étroit de 50 points serait appliqué entre le taux de la facilité de prêt marginal et celui de la facilité de dépôt pour la période du 4 au 21 janvier, afin de faciliter la transition des opérations de marché vers le nouveau régime.

3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seraient effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission est le taux d'intérêt le plus bas auquel les contreparties peuvent soumissionner.

4) À compter du 9 octobre 2008, la BCE a réduit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes de 200 points de base à 100 points de base autour du taux d'intérêt des opérations principales de refinancement.

5) Le 8 octobre, la BCE a annoncé qu'à compter de l'opération devant être réglée le 15 octobre, les opérations principales de refinancement hebdomadaires seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement. Cette modification annule la décision précédente (prise le même jour) d'abaisser de 50 points de base le taux de soumission minimal appliqué aux opérations principales de refinancement effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable.

Tableau 1.4

Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres¹⁾²⁾1. Opérations principales de refinancement³⁾ (en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Date de règlement	Soumission (montant)	Adjudication (montant)	Appels d'offres à taux fixe		Appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre de jours)
			Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal ⁴⁾	Taux moyen pondéré		
2008								
6 fév.	223 805	161 500		4,00	4,17	4,20	7	
13	223 706	187 500		4,00	4,10	4,18	7	
20	226 655	178 000		4,00	4,10	4,15	7	
27	233 242	183 000		4,00	4,10	4,15	7	
5 mars	240 542	176 500		4,00	4,11	4,14	7	
12	260 402	209 500		4,00	4,12	4,16	7	
19	295 701	202 000		4,00	4,16	4,20	7	
26	302 534	216 000		4,00	4,23	4,28	7	
2 avril	283 699	150 000		4,00	4,21	4,25	7	
9	247 590	130 000		4,00	4,23	4,24	7	
16	249 682	204 500		4,00	4,21	4,26	7	
23	218 419	173 000		4,00	4,21	4,25	7	
30	247 451	170 000		4,00	4,26	4,29	7	
7 mai	229 288	150 000		4,00	4,26	4,29	7	
14	208 523	191 500		4,00	4,18	4,26	7	
21	203 091	176 500		4,00	4,15	4,22	7	
28	224 080	170 000		4,00	4,19	4,23	7	
4 juin	210 100	153 000		4,00	4,17	4,22	7	
11	202 780	191 000		4,00	4,03	4,18	7	
18	224 290	188 000		4,00	4,03	4,13	7	
25	243 286	208 000		4,00	4,07	4,25	7	
2 juil.	254 664	154 500		4,00	4,10	4,15	7	
9	263 642	175 000		4,25	4,32	4,37	7	
16	265 931	155 000		4,25	4,34	4,36	7	
23	268 193	175 500		4,25	4,35	4,38	7	
30	247 409	166 000		4,25	4,38	4,42	7	
6 août	241 886	160 000		4,25	4,38	4,41	7	
13	233 394	176 000		4,25	4,37	4,40	7	
20	228 735	151 000		4,25	4,38	4,40	7	
27	226 453	167 000		4,25	4,39	4,42	7	
3 sep.	226 254	160 000		4,25	4,39	4,41	7	
10	223 273	176 500		4,25	4,39	4,41	7	
17	328 662	150 000		4,25	4,53	4,58	7	
24	334 044	180 000		4,25	4,73	4,78	7	
1 oct.	228 012	190 000		4,25	4,65	4,96	7	
8	271 271	250 000		4,25	4,70	4,99	7	
15	310 412	310 412	3,75				7	
22	305 421	305 421	3,75				7	
29	325 112	325 112	3,75				7	
5 nov.	311 991	311 991	3,75				7	
12	334 413	334 413	3,25				7	
19	338 018	338 018	3,25				7	
26	334 461	334 461	3,25				7	
3 déc.	339 520	339 520	3,25				7	
10	217 856	217 856	2,50				7	
17	209 721	209 721	2,50				6	
23	223 694	223 694	2,50				7	
30	238 891	238 891	2,50				7	
Elargissement de la zone euro								
2009								
6 jan.	216 122	216 122	2,50				8	
14	203 792	203 792	2,50				7	
21	251 516	251 516	2,00				7	
28	214 150	214 150	2,00				7	
4 fév.	207 052	207 052	2,00				7	

Source : BCE

1) Les montants indiqués peuvent différer légèrement de ceux figurant dans le tableau 1.1 en raison de l'existence d'opérations ayant donné lieu à des adjudications, mais non encore réglées.

2) Avec effet à compter d'avril 2002, les opérations d'appels d'offres scindés, c'est-à-dire les opérations d'une durée d'une semaine réalisées selon les modalités des appels d'offres normaux parallèlement à une opération de refinancement, font partie des opérations principales de refinancement. Pour les opérations d'appels d'offres scindés effectuées avant cette date, cf. tableau 1.4 - section 3.

3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seraient effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission minimal représente le taux d'intérêt minimal auquel les contreparties peuvent présenter leurs soumissions.

4) Pour les opérations d'apport (de retrait) de liquidité, le taux marginal est le taux le plus bas (le plus haut) auquel les soumissions ont été acceptées.

Tableau 1.4 (suite)

Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres¹⁾²⁾

2. Opérations de refinancement à plus long terme (en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Date de règlement	Soumission (montant)	Adjudication (montant)	Appels d'offres à taux fixe			Appels d'offres à taux variable		Durée (en nombre de jours)
			Taux fixe	Taux marginal ³⁾	Taux moyen pondéré			
2008								
31 jan.	98 183	50 000			4,21	4,33	92	
21 fév.	110 490	60 000			4,15	4,26	91	
28	109 612	50 000			4,16	4,23	91	
13 mars	132 591	60 000			4,25	4,40	91	
27	131 334	50 000			4,44	4,53	91	
3 avril	103 109	25 000			4,55	4,61	189	
2 mai	101 175	50 000			4,67	4,75	90	
22	86 628	50 000			4,50	4,68	84	
29	97 744	50 000			4,51	4,62	91	
12 juin	99 781	50 000			4,60	4,72	91	
26	89 836	50 000			4,50	4,67	91	
10 juil.	74 579	25 000			4,93	5,03	182	
31	107 684	50 000			4,70	4,76	91	
14 août	78 920	50 000			4,61	4,74	91	
28	77 216	50 000			4,60	4,74	91	
11 sep.	69 500	50 000			4,45	4,66	91	
25	154 577	50 000			4,98	5,11	84	
30	141 683	120 000			4,36	4,88	38	
9 oct.	113 793	50 000			5,36	5,57	182	
30 ⁵⁾	103 108	103 108	3,75				91	
7 nov.	20 416	20 416	3,75				33	
13	66 807	66 807	3,25				91	
13	41 558	41 558	3,25				182	
27	42 185	42 185	3,25				91	
10 déc.	134 949	134 949	2,50				42	
11	38 080	38 080	2,50				182	
11	55 924	55 924	2,50				91	
18	50 793	50 793	2,50				98	
Elargissement de la zone euro								
2009								
8 jan.	7 559	7 559	2,50				182	
8	9 454	9 454	2,50				98	
21	113 395	113 395	2,00				21	
29	43 239	43 239	2,00				91	

Source : BCE

- 1) Les montants indiqués peuvent différer légèrement de ceux figurant dans le tableau 1.1 en raison de l'existence d'opérations ayant donné lieu à des adjudications, mais non encore réglées.
- 2) Avec effet à compter d'avril 2002, les opérations d'appels d'offres scindés, c'est-à-dire les opérations d'une durée d'une semaine réalisées selon les modalités des appels d'offres normaux parallèlement à une opération de refinancement, font partie des opérations principales de refinancement. Pour les opérations d'appels d'offres scindés effectuées avant cette date, cf. tableau 1.4 - section 3.
- 3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seraient effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission minimal représente le taux d'intérêt minimal auquel les contreparties peuvent présenter leurs soumissions.
- 4) Pour les opérations d'apport (de retrait) de liquidité, le taux marginal est le taux le plus bas (le plus haut) auquel les soumissions ont été acceptées.
- 5) Le 8 octobre 2008, la BCE a annoncé qu'à compter de l'opération devant être réglée le 15 octobre 2008, les opérations principales de refinancement hebdomadaires seront effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie au taux appliqué aux opérations principales de refinancement.

Tableau 1.4 (suite)

Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres^{1) 2) 3)}3. Autres opérations par voie d'appels d'offres⁴⁾ (en millions de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Date de règlement	Type d'opération	Soumissions (montant)	Adjudications (montant)	Appels d'offres à taux fixe	Appels d'offres à taux variable			Durée (en nombre jours)
				Taux fixe	Taux de soumission minimal	Taux marginal	Taux moyen pondéré	
2007								
12 juin	Reprise de liquidité en blanc	12 960	6 000	3,75				1
10 juil.	Opération de cession temporaire	17 385	2 500		4,00	4,06	4,07	1
9 août	Reprise de liquidité en blanc	94 841	94 841	4,00				1
10	Reprise de liquidité en blanc	110 035	61 050		4,00	4,05	4,08	3
13	Reprise de liquidité en blanc	84 452	47 665		4,00	4,06	4,07	1
14	Reprise de liquidité en blanc	45 967	7 700		4,00	4,07	4,07	1
6 sep.	Reprise de liquidité en blanc	90 895	42 245		4,00	4,06	4,13	1
11	Opération de cession temporaire	66 388	60 000	4,00				1
9 oct.	Opération de cession temporaire	40 235	24 500	4,00				1
12	Opération de cession temporaire	40 080	30 000	4,00				5
13 nov.	Opération de cession temporaire	27 750	27 750	4,00				1
7 déc.	Reprise de liquidité en blanc	37 615	8 000	4,00				5
11	Reprise de liquidité en blanc	23 550	21 000	4,00				1
17	Reprise de liquidité en blanc	36 610	36 610	4,00				2
19	Reprise de liquidité en blanc	133 610	133 610	4,00				1
20	Reprise de liquidité en blanc	165 815	150 000	4,00				1
21	Reprise de liquidité en blanc	141 565	141 565	4,00				6
27	Reprise de liquidité en blanc	145 640	145 640	4,00				1
28	Reprise de liquidité en blanc	160 450	150 000	4,00				3
Elargissement de la zone euro								
2008								
2 jan.	Reprise de liquidité en blanc	168 640	168 640	4,00				1
3	Reprise de liquidité en blanc	212 620	200 000	4,00				1
15	Reprise de liquidité en blanc	45 712	20 000	4,00				1
12 fév.	Reprise de liquidité en blanc	29 155	16 000	4,00				1
11 mars	Opération de cession temporaire	45 085	9 000		4,00	4,13	4,14	1
20	Opération de cession temporaire	65 810	15 000		4,00	4,13	4,20	5
31	Opération de cession temporaire	30 720	15 000		4,00	4,06	4,13	1
15 avril	Reprise de liquidité en blanc	14 880	14 880	4,00				1
13 mai	Reprise de liquidité en blanc	32 465	23 500	4,00				1
10 juin	Reprise de liquidité en blanc	18 505	14 000	4,00				0
8 juil.	Reprise de liquidité en blanc	14 585	14 585	4,00				1
12 août	Reprise de liquidité en blanc	22 630	21 000	4,25				1
9 sep.	Reprise de liquidité en blanc	20 145	20 145	4,25				1
15	Opération de cession temporaire	90 270	30 000		4,25	4,30	4,39	1
16	Opération de cession temporaire	102 480	70 000		4,25	4,32	4,40	1
18	Opération de cession temporaire	49 330	25 000		4,25	4,30	4,39	1
24	Opération de cession temporaire	50 335	40 000		4,25	4,25	4,35	1
1 oct.	Reprise de liquidité en blanc	173 047	173 047	4,25				1
2	Reprise de liquidité en blanc	216 051	200 000	4,25				1
3	Reprise de liquidité en blanc	193 844	193 844	4,25				3
6	Reprise de liquidité en blanc	171 947	171 947	4,25				1
7	Reprise de liquidité en blanc	147 491	147 491	4,25				1
9	Opération de cession temporaire	24 682	24 682	3,75				6
11 nov.	Reprise de liquidité en blanc	149 656	79 940		3,75	3,60	3,51	1
9 déc.	Reprise de liquidité en blanc	152 655	137 456		3,25	3,05	2,94	1
Elargissement de la zone euro								
2009								
20 jan.	Reprise de liquidité en blanc	143 835	140 013		2,50	2,30	2,15	1

Source : BCE

1) Les montants indiqués peuvent différer légèrement de ceux figurant dans le tableau 1.1 en raison de l'existence d'opérations ayant donné lieu à des adjudications, mais non encore réglées.

2) Avec effet à compter d'avril 2002, les opérations d'appels d'offres scindés, c'est-à-dire les opérations d'une durée d'une semaine réalisées selon les modalités des appels d'offres normaux parallèlement à une opération de refinancement, font partie des opérations principales de refinancement. Pour les opérations d'appels d'offres scindés effectuées avant cette date, cf. tableau 1.4 - section 3.

3) Le 8 juin 2000, la BCE a annoncé que, à compter de l'opération devant être réglée le 28 juin 2000, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème seraient effectuées par voie d'appels d'offres à taux variable. Le taux de soumission minimal représente le taux d'intérêt minimal auquel les contreparties peuvent présenter leurs soumissions.

4) Pour les opérations d'apport (de retrait) de liquidité, le taux marginal est le taux le plus bas (le plus haut) auquel les soumissions ont été acceptées.

Tableau 1.5

Statistiques des réserves obligatoires de la zone euro

1. Assiette des réserves des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires ¹⁾²⁾ (en milliards de EUR; données brutes en fin de période)

Assiette des réserves à fin	Total	Exigibilités soumises à un taux de réserves de 2 %		Exigibilités soumises à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts (à vue, à terme d'une durée < ou égale à 2 ans, avec préavis)	Titres de créance d'une durée < ou égale à 2 ans	Dépôts (d'une durée > 2 ans avec préavis)	Pensions	Titres de créance à plus de 2 ans
2007						
jan.	15 889,0	8 478,5	638,8	1 984,4	1 278,8	3 508,5
fév.	16 033,9	8 490,3	645,9	1 990,6	1 350,2	3 556,9
mars	16 253,0	8 634,2	657,4	2 009,8	1 358,8	3 592,8
avril	16 456,1	8 764,2	677,6	2 021,0	1 387,2	3 606,1
mai	16 718,7	8 886,3	701,9	2 044,3	1 439,8	3 646,4
juin	16 753,3	8 940,5	677,6	2 066,6	1 383,5	3 685,1
juil.	16 822,3	8 955,9	694,0	2 089,3	1 392,1	3 690,9
août	16 890,0	8 994,1	713,9	2 086,8	1 407,8	3 687,5
sep.	16 968,2	9 073,2	745,5	2 075,7	1 424,9	3 649,0
oct.	17 242,4	9 255,8	799,4	2 098,1	1 425,0	3 664,2
nov.	17 338,9	9 302,0	804,7	2 096,9	1 489,0	3 646,4
déc.	17 394,7	9 438,8	815,0	2 143,1	1 364,0	3 633,9
Elargissement de la zone euro						
2008						
jan.	17 678,3	9 525,3	845,1	2 140,6	1 512,9	3 654,4
fév.	17 734,6	9 572,0	844,7	2 132,7	1 533,9	3 651,2
mars	17 703,3	9 551,7	840,2	2 126,0	1 558,4	3 627,1
avril	17 956,0	9 762,0	856,2	2 135,6	1 562,3	3 640,0
mai	18 092,7	9 817,8	910,6	2 156,1	1 548,9	3 659,3
juin	17 971,8	9 775,4	916,3	2 172,4	1 439,4	3 668,1
juil.	18 035,4	9 825,2	938,2	2 175,7	1 407,4	3 689,0
août	18 165,4	9 888,1	948,6	2 184,4	1 438,7	3 705,6
sep.	18 231,2	9 968,9	917,1	2 186,7	1 457,1	3 701,5
oct.	18 439,8	10 156,0	900,0	2 211,7	1 445,4	3 726,8
nov.	18 396,5	10 195,5	884,3	2 227,2	1 378,8	3 710,8

Source : BCE

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Les engagements vis-à-vis des établissements de crédit assujettis au régime des réserves obligatoires du SEBC, de la BCE et des banques centrales nationales participantes ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Si un établissement de crédit ne peut prouver l'existence d'engagements sous forme de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans détenus par les établissements précités, il peut déduire un certain pourcentage de ces engagements de l'assiette de ses réserves. Ce pourcentage était de 10% pour le calcul de l'assiette de réserves jusqu'en novembre 1999 et a été porté à 30% après cette date.

2. Constitution des réserves ¹⁾ (en milliards de EUR; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Période de constitution prenant fin en	Réserves à constituer ²⁾	Réserves constituées ³⁾	Excédents de réserves ⁴⁾	Déficits de réserves ⁵⁾	Taux de rémunération des réserves obligatoires ⁶⁾
2007					
13 mars	179,8	180,6	0,8	0,0	3,6
17 avril	181,8	182,6	0,8	0,0	3,8
14 mai	182,2	183,2	1,0	0,0	3,8
12 juin	185,3	186,2	0,9	0,0	3,8
10 juil.	188,3	189,6	1,2	0,0	4,1
7 août	191,3	192,0	0,7	0,0	4,1
11 sep.	191,9	192,7	0,9	0,0	4,1
9 oct.	192,5	193,4	0,9	0,0	4,2
13 nov.	193,7	194,4	0,7	0,0	4,1
11 déc.	195,9	196,8	1,0	0,0	4,2
Elargissement de la zone euro					
2008					
15 jan.	199,8	200,9	1,1	0,0	4,2
12 fév.	201,6	202,4	0,8	0,0	4,2
11 mars	204,6	205,3	0,7	0,0	4,1
15 avril	206,9	207,5	0,6	0,0	4,2
13 mai	207,8	208,6	0,8	0,0	4,2
10 juin	207,3	208,1	0,8	0,0	4,2
8 juil.	211,9	212,7	0,8	0,0	4,1
12 août	214,1	214,8	0,7	0,0	4,4
9 sep.	213,3	214,0	0,7	0,0	4,4
7 oct.	214,8	216,8	2,0	0,0	4,6
11 nov.	216,1	218,6	2,4	0,0	3,9
9 déc.	217,2	218,7	1,5	0,0	3,3
Elargissement de la zone euro					
2009					
20 jan.	220,2	221,5	1,2	0,0	2,5
10 fév.	221,1				

Source : BCE

1) Ce tableau comprend les données complètes pour les périodes de constitution achevées et les réserves à constituer pour la période de constitution actuelle.

2) Le montant des réserves obligatoires de chacun des établissements de crédit est tout d'abord calculé en appliquant le taux de réserves pour les catégories d'engagements correspondant aux engagements éligibles, en utilisant les données du bilan de la fin de chaque mois de calendrier. Ensuite chaque établissement de crédit déduit de ce chiffre un abattement forfaitaire de 100 000 euros. Les montants de réserves obligatoires sont ensuite agrégés au niveau de la zone euro.

3) Moyenne des avoirs quotidiens agrégés des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires sur leurs comptes de réserve durant la période de constitution.

4) Moyenne des excédents d'avoirs de réserves constitués par les établissements de crédit sur la période de constitution par rapport au montant des réserves à constituer (calcul effectué pour les établissements qui ont satisfait à l'obligation de réserves).

5) Moyenne des déficits de réserves par rapport aux réserves à constituer sur la période de constitution (calcul effectué pour les établissements qui n'ont pas satisfait à l'obligation de réserves).

6) Ce taux est égal à la moyenne, sur la période de constitution, du taux de la BCE (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (cf. tableau 1.3).

Tableau 1.6

Statistiques des réserves obligatoires au Luxembourg

1. Assiette des réserves des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires¹⁾²⁾ (en millions de EUR; données brutes en fin de période)

Assiette des réserves à fin	Total	Exigibilités soumises à un taux de réserves de 2 %		Exigibilités soumises à un taux de réserves de 0 %		
		Dépôts (à vue, à terme d'une durée < ou égale à 2 ans, avec préavis)	Titres de créance d'une durée < ou égale à 2 ans	Dépôts (d'une durée > 2 ans avec préavis)	Titres en pension	Titres de créance à plus de 2 ans
2007						
avril	520 352	399 015	16 411	26 769	11 754	66 403
mai	531 654	409 728	17 804	29 056	9 992	65 074
juin	529 042	405 702	16 886	29 579	9 731	67 144
juil.	538 321	412 946	18 172	28 922	11 361	66 920
août	544 413	418 176	16 034	29 463	12 628	68 112
sep.	545 969	421 231	16 454	28 679	10 963	68 642
oct.	560 962	434 925	17 888	29 419	11 646	67 011
nov.	562 089	435 215	18 519	28 274	12 070	68 011
déc.	549 328	422 183	18 777	28 332	13 288	66 748
Elargissement de la zone euro						
2008						
jan.	562 810	441 975	15 608	28 671	10 563	65 993
fév.	549 992	431 542	14 521	28 286	11 038	64 605
mars	541 964	427 481	15 527	28 104	10 838	60 014
avril	550 346	433 078	14 502	28 125	12 257	62 384
mai	543 901	427 123	15 391	27 764	12 134	61 489
juin	539 470	423 487	16 856	26 886	11 009	61 232
juil.	549 711	429 122	17 143	26 117	11 394	65 935
août	567 594	444 985	16 096	27 456	12 979	66 078
sep.	572 826	448 933	18 144	26 222	14 788	64 739
oct.	566 923	440 883	16 767	29 213	13 595	66 465
nov.	558 276	437 328	14 458	27 253	12 208	67 029
déc.	518 028	408 090	13 008	22 473	12 736	61 721

Source : BCL

- 1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.
- 2) Les engagements vis-à-vis des établissements de crédit assujettis au régime des réserves obligatoires du SEBC, de la BCE et des banques centrales nationales participantes ne sont pas inclus dans l'assiette des réserves. Si un établissement de crédit ne peut prouver l'existence d'engagements sous forme de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans détenus par les établissements précités, il peut déduire un certain pourcentage de ces engagements de l'assiette de ses réserves. Ce pourcentage était de 10% pour le calcul de l'assiette de réserves jusqu'en novembre 1999 et a été porté à 30% après cette date.

2. Constitution des réserves¹⁾ (en millions de EUR; moyenne sur la période des positions quotidiennes; taux d'intérêt en pourcentage annuel)

Période de constitution prenant fin	Réserves à constituer ²⁾	Réserves constituées ³⁾	Excédents de réserves ⁴⁾	Déficits de réserves ⁵⁾	Taux de rémunération des réserves obligatoires ⁶⁾
2007					
17 avril	8 424,1	8 440,3	16,2	0,0	3,8
14 mai	8 132,0	8 149,0	17,8	0,0	3,8
12 juin	8 300,2	8 312,1	13,6	1,7	3,8
10 juil.	8 294,9	8 310,0	15,1	0,0	4,1
7 août	8 536,4	8 551,4	15,0	0,2	4,1
11 sep.	8 437,4	8 449,0	11,6	0,0	4,1
9 oct.	8 608,0	8 650,2	42,3	0,0	4,2
13 nov.	8 669,8	8 686,8	17,0	0,0	4,1
11 déc.	8 739,3	8 760,4	21,1	0,0	4,2
Elargissement de la zone euro					
2008					
15 jan.	9 041,9	9 068,1	26,1	0,0	4,2
12 fév.	9 060,5	9 080,2	19,7	0,0	4,2
11 mars	8 804,9	8 827,6	22,7	0,0	4,1
15 avril	9 137,4	9 158,8	21,3	0,0	4,2
13 mai	8 907,1	8 931,1	24,0	0,0	4,2
10 juin	8 846,1	8 870,9	24,8	0,0	4,2
8 juil.	8 937,5	8 965,2	27,7	0,0	4,1
12 août	8 836,3	8 855,7	19,4	0,6	4,4
9 sep.	8 792,8	8 817,1	24,3	0,0	4,4
7 oct.	8 911,3	8 929,2	17,9	0,0	4,6
11 nov.	9 080,2	9 162,0	81,8	0,0	3,9
9 déc.	9 327,9	9 355,3	27,5	0,0	3,3
Elargissement de la zone euro					
2009					
20 jan.	9 139,2	9 153,6	14,4	0,0	2,5

Source : BCL

- 1) Ce tableau comprend les données complètes pour les périodes de constitution achevées et les réserves à constituer pour la période de constitution actuelle.
- 2) Le montant des réserves obligatoires de chacun des établissements de crédit est tout d'abord calculé en appliquant le taux de réserves pour les catégories d'engagements correspondant aux engagements éligibles, en utilisant les données du bilan de la fin de chaque mois de calendrier. Ensuite chaque établissement de crédit déduit de ce chiffre un abattement forfaitaire de 100 000 euros. Les montants de réserves obligatoires sont ensuite agrégés au niveau du Luxembourg.
- 3) Moyenne des avoirs quotidiens agrégés des établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires sur leurs comptes de réserve durant la période de constitution.
- 4) Moyenne des excédents d'avoirs de réserves constitués par les établissements de crédit sur la période de constitution par rapport au montant des réserves à constituer (calcul effectué pour les établissements qui ont satisfait à l'obligation de réserves).
- 5) Moyenne des déficits de réserves par rapport aux réserves à constituer sur la période de constitution (calcul effectué pour les établissements qui n'ont pas satisfait à l'obligation de réserves).
- 6) Ce taux est égal à la moyenne, sur la période de constitution, du taux de la BCE (pondéré en fonction du nombre de jours de calendrier) appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème (cf. tableau 1.3).

Tableau 1.7

Position de liquidité du système bancaire ¹⁾ (en milliards de EUR; moyennes sur la période des positions quotidiennes)

Période de constitution prenant fin	Facteurs d'élargissement de la liquidité						Facteurs d'absorption de la liquidité					Comptes courants des établissements de crédit ⁴⁾	Base monétaire ³⁾
	Opérations de la politique monétaire de l'Eurosystème						Billets en circulation	Dépôts de l'administration centrale auprès de l'Eurosystème	Autres facteurs (net) ³⁾				
	Avoirs nets de l'Eurosystème en or et en devises	Opérations principales de refinancement	Opérations de refinancement à plus long terme	Autres opérations d'élargissement de liquidité ²⁾	Facilité de prêt marginal	Facilité de dépôt				Autres opérations d'absorption de liquidité ²⁾			
2004													
23 jan.	309,2	232,6	45,0	0,3	0,0	0,1	0,0	427,6	37,0	-11,2	133,6	561,4	
9 mars	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3	
6 avril	301,4	217,9	67,1	0,4	0,0	0,4	0,0	425,3	51,5	-25,7	135,3	561,0	
11 mai	310,7	213,2	75,0	0,1	0,0	0,1	0,4	436,4	46,0	-18,9	135,0	571,5	
8 juin	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1	
6 juil.	308,2	245,4	75,0	0,3	0,0	0,1	0,0	449,1	65,0	-24,1	138,8	588,1	
10 août	300,8	253,6	75,0	0,0	0,0	0,2	0,0	460,9	61,1	-31,8	139,1	600,1	
7 sep.	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3	
11 oct.	298,8	256,4	75,0	0,3	0,0	0,0	0,0	465,1	58,2	-32,1	139,3	604,4	
8 nov.	298,3	257,9	75,0	0,1	0,2	0,3	0,0	469,7	55,1	-32,1	138,4	608,4	
7 déc.	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1	
2005													
18 jan.	290,3	272,9	75,0	0,2	0,2	0,1	0,0	496,0	45,3	-41,9	139,1	635,2	
7 fév.	280,6	276,6	78,0	0,1	0,1	0,1	0,0	487,1	63,8	-55,5	140,0	627,2	
8 mars	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9	
12 avril	282,1	278,2	86,9	0,2	0,0	0,1	0,0	498,6	67,4	-62,1	143,3	642,0	
10 mai	287,0	276,5	90,0	0,1	0,0	0,1	0,0	505,5	62,9	-58,9	144,0	649,7	
7 juin	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5	
12 juil.	293,3	297,6	90,0	0,1	0,0	0,2	0,3	522,6	67,4	-57,3	147,9	670,6	
9 août	305,5	309,5	90,0	0,0	0,0	0,3	0,0	532,6	67,4	-45,0	149,8	682,7	
6 sep.	304,8	303,5	90,0	0,0	0,3	0,1	0,0	531,5	63,1	-46,2	150,2	681,8	
11 oct.	307,9	288,6	90,0	0,1	0,0	0,1	0,2	531,6	47,9	-44,6	151,4	683,1	
8 nov.	315,1	293,4	90,0	0,1	0,0	0,1	0,0	535,6	50,4	-37,9	150,2	686,0	
5 déc.	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9	
2006													
17 jan.	317,6	316,4	89,6	0,2	0,2	0,1	0,0	559,2	44,2	-33,5	154,1	713,3	
7 fév.	325,2	310,0	96,2	0,0	0,3	0,1	0,0	548,4	56,6	-28,7	155,4	703,9	
7 mars	324,7	299,3	104,7	0,1	0,0	0,2	0,1	550,8	53,3	-34,0	158,3	709,2	
11 avril	327,9	290,1	113,7	0,1	0,7	0,3	0,0	556,4	51,6	-35,2	159,5	716,2	
9 mai	337,0	291,3	120,0	0,2	0,0	0,2	0,4	569,1	51,1	-33,5	161,2	730,5	
14 juin	336,9	287,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,1	572,0	45,5	-37,0	163,3	735,4	
11 juil.	334,3	316,5	120,0	0,2	0,0	0,6	0,3	578,8	67,0	-42,1	166,3	745,7	
8 août	327,6	329,7	120,0	0,2	0,0	0,1	0,6	588,2	73,0	-51,5	167,1	755,4	
5 sep.	327,3	314,0	120,0	0,1	0,0	0,1	0,4	588,7	61,4	-55,6	166,4	755,2	
10 oct.	326,7	308,7	120,0	0,1	0,3	0,2	0,0	588,5	59,1	-59,1	167,0	755,7	
7 nov.	327,4	311,9	120,0	0,1	0,0	0,1	0,0	592,8	60,2	-60,6	167,0	759,8	
12 déc.	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8	
Elargissement de la zone euro													
2007													
16 jan.	325,8	322,3	120,0	0,1	0,0	0,2	1,0	619,5	45,0	-72,7	175,3	794,9	
13 fév.	322,1	300,5	124,6	0,1	0,1	0,1	1,5	604,6	47,9	-83,1	176,5	781,2	
13 mars	321,6	288,7	134,6	0,0	0,0	0,5	0,8	606,2	47,1	-90,0	180,6	787,2	
17 avril	323,6	281,7	145,7	0,5	0,0	0,3	0,9	614,8	48,2	-95,2	182,6	797,7	
14 mai	326,1	281,6	150,0	0,3	0,0	0,5	0,1	620,0	51,3	-97,2	183,2	803,8	
12 juin	326,4	284,9	150,0	0,3	0,0	0,2	0,2	625,2	49,1	-99,4	186,2	811,7	
10 juil.	323,0	295,4	150,0	0,2	0,1	0,3	0,0	631,3	53,9	-106,4	189,6	821,2	
7 août	316,7	301,7	150,0	0,1	0,0	0,4	0,0	639,7	52,3	-115,8	192,0	832,1	
11 sep.	317,3	268,7	171,7	0,2	10,7	0,4	1,7	639,2	52,3	-117,8	192,7	832,4	
9 oct.	321,9	194,3	262,3	0,3	0,0	1,6	0,9	637,3	63,7	-118,0	193,4	832,3	
13 nov.	327,6	180,2	265,0	0,1	0,0	0,6	5,1	640,1	55,9	-123,3	194,4	835,1	
11 déc.	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9	

Elargissement de la zone euro												
2008												
15 jan.	343,8	255,7	268,8	0,3	0,0	1,1	68,4	668,2	46,4	-116,4	200,9	870,2
12 fév.	353,6	173,8	268,5	0,2	0,0	0,4	0,6	651,7	51,7	-110,7	202,4	854,5
11 mars	343,3	181,3	268,5	0,1	0,3	0,3	0,0	653,2	59,7	-125,0	205,3	858,7
15 avril	349,4	181,5	278,6	0,1	2,6	0,6	0,4	662,1	66,4	-124,8	207,5	870,3
13 mai	364,5	174,4	295,0	0,1	0,0	0,3	0,8	667,6	68,8	-112,2	208,6	876,6
10 juin	375,0	172,8	287,9	0,3	0,0	0,2	0,5	671,4	67,3	-111,5	208,1	879,7
8 juil.	376,4	185,4	275,4	0,1	0,0	0,4	0,5	677,2	64,9	-118,3	212,7	890,3
12 août	374,5	166,3	299,3	0,1	0,0	0,3	0,6	686,1	61,3	-123,0	214,8	901,2
9 sep.	376,6	163,5	300,0	0,1	0,0	0,6	0,7	685,0	61,1	-121,2	214,0	899,5
7 oct.	417,3	174,1	334,3	7,5	5,9	19,9	45,5	684,3	55,2	-82,6	216,8	921,0
11 nov.	549,0	301,6	452,5	12,7	4,2	213,7	2,3	722,1	85,0	78,2	218,6	1 154,4
9 déc.	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1 150,7
Elargissement de la zone euro												
2009												
20 jan.	581,3	219,2	613,6	2,9	0,0	238,5	3,3	753,1	99,9	100,6	221,5	1 213,1

Source : BCE

- 1) La position de liquidité du système bancaire est définie comme étant les avoirs en compte courant en euros des établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème. Les montants sont calculés à partir de la situation financière consolidée de l'Eurosystème.
- 2) Hors émissions de certificats de dette initiées par les banques centrales nationales durant la phase II de l'UEM.
- 3) Autres rubriques de la situation financière consolidée de l'Eurosystème.
- 4) Egal à la différence entre la somme des facteurs d'élargissement de la liquidité (colonnes 1 à 5) et la somme des facteurs d'absorption de la liquidité (colonnes 6 à 10).
- 5) Calculé comme étant la somme de la facilité de dépôt (colonne 6), des billets en circulation (colonne 7) et des avoirs en compte courant des établissements de crédit (colonne 11).

Tableau 2.2

Bilan agrégé des institutions financières monétaires luxembourgeoises (hors Banque centrale) ¹⁾

(en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

1. Actif

	Créances envers des résidents de la zone euro			Portefeuille de titres autres que les actions émises par des résidents de la zone euro				Parts d'OPC monétaires	Portefeuille d'actions et de participations émises par des résidents de la zone euro			Créances sur des non-résidents de la zone euro	Actifs immobiliers	Autres créances	Total de l'actif	
	sur les IFM	sur les administrations publiques	sur les autres secteurs	émis par des IFM	émis par des administrations publiques	émis par d'autres entités	émises par des IFM		émises par d'autres entités							
2007																
jan.	424 879	316 568	5 240	103 071	223 833	118 355	55 291	50 187	382	18 237	3 406	14 830	365 337	3 776	28 653	1 065 097
fév.	418 788	310 269	4 558	103 961	223 791	118 180	53 263	52 348	278	10 846	3 535	7 311	367 721	3 796	27 724	1 052 945
mars	430 082	319 974	4 873	105 234	229 675	121 096	53 959	54 620	548	11 335	3 443	7 892	367 008	3 827	26 645	1 069 119
avril	433 458	322 379	4 708	106 371	226 038	121 102	48 167	56 770	540	11 569	3 396	8 173	376 475	3 834	27 551	1 079 466
mai	438 972	322 911	5 019	111 042	234 578	126 337	49 318	58 922	759	11 808	3 255	8 553	382 095	3 883	29 464	1 101 559
juin	439 733	323 990	5 033	110 711	239 589	126 449	52 743	60 396	258	12 050	3 306	8 744	386 045	3 914	27 576	1 109 165
juil.	449 976	331 804	4 939	113 233	240 127	127 112	50 412	62 603	288	13 078	4 078	9 000	387 445	3 943	27 616	1 122 473
août	441 498	323 460	4 308	113 730	241 140	128 422	49 412	63 305	299	13 039	4 071	8 968	403 516	4 043	30 300	1 133 835
sep.	463 321	343 523	4 249	115 549	242 720	130 264	48 048	64 407	183	13 096	4 203	8 892	398 582	4 070	30 663	1 152 634
oct.	488 063	366 874	4 231	116 958	248 474	135 109	49 067	64 298	361	13 809	4 183	9 626	407 162	4 081	29 887	1 191 837
nov.	491 288	366 132	4 252	120 904	244 036	135 088	44 452	64 496	421	13 001	4 161	8 840	410 995	4 081	34 454	1 198 276
déc.	477 078	345 544	4 191	127 343	239 621	132 643	43 320	63 658	406	13 125	4 215	8 909	404 403	4 063	30 394	1 169 089
Elargissement de la zone euro																
2008																
jan.	508 649	372 105	4 213	132 331	242 104	136 747	41 146	64 212	244	13 633	4 353	9 280	406 366	3 507	36 698	1 211 202
fév.	510 747	371 267	4 735	134 745	244 311	143 606	37 892	62 813	269	14 691	4 857	9 834	402 040	3 317	35 552	1 210 926
mars	508 188	369 219	4 620	134 349	247 590	144 532	39 900	63 158	216	13 736	3 982	9 754	417 930	3 284	36 088	1 227 033
avril	521 104	378 522	5 037	137 545	251 929	149 435	42 364	60 130	217	14 860	3 972	10 888	425 397	3 020	35 594	1 252 121
mai	527 143	385 556	4 438	137 149	259 036	154 175	39 580	65 280	318	14 679	3 949	10 730	419 799	2 959	34 742	1 258 675
juin	527 995	382 085	4 983	140 927	246 432	150 609	37 808	58 016	387	15 044	4 066	10 978	418 305	3 280	30 007	1 241 450
juil.	522 649	375 639	4 482	142 527	258 324	156 249	42 766	59 308	278	15 185	4 003	11 182	422 059	2 884	32 406	1 253 785
août	524 333	373 254	4 380	146 698	263 121	157 689	44 142	61 290	443	15 145	4 007	11 138	441 035	2 847	33 208	1 280 130
sep.	556 936	401 810	4 277	150 850	251 150	149 893	43 815	57 442	552	15 030	4 174	10 856	454 131	2 816	38 964	1 319 579
oct.	546 570	387 283	4 980	154 307	252 822	145 512	48 693	58 617	444	14 893	4 163	10 730	479 253	2 774	48 679	1 345 434
nov.	539 574	379 285	4 968	155 321	254 236	144 495	51 960	57 781	559	13 749	4 153	9 596	473 793	2 732	47 515	1 332 159
déc.	525 440	378 075	5 025	142 340	249 209	131 874	59 478	57 857	396	14 930	5 875	9 054	442 850	2 773	36 187	1 271 785

Source : BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2. Passif

	Dépôts des résidents de la zone euro								Parts d'OPC monétaires ²⁾	Titres de créance émis ²⁾	Capital et réserves	Engagements envers des non-résidents de la zone euro	Autres exigibilités	Total du passif
	IFM	Administrations centrale	Autres administrations publiques / autres résidents de la zone euro				Pensions							
			Dépôts à vue	Dépôts à terme	Dépôts remboursables avec préavis									
2007														
jan.	485 244	272 682	2 554	210 007	82 942	113 819	13 066	181	112 192	79 102	47 364	313 468	27 728	1 065 097
fév.	482 818	274 318	2 902	205 598	79 529	112 815	13 034	220	115 323	77 653	48 004	301 038	28 109	1 052 945
mars	492 358	279 465	2 778	210 115	81 104	114 173	14 542	296	116 509	78 506	48 217	306 699	26 831	1 069 119
avril	498 445	286 524	2 790	209 131	84 401	109 861	14 499	371	117 465	77 916	47 395	310 262	27 981	1 079 466
mai	499 029	279 777	3 281	215 971	82 760	118 294	14 489	428	126 234	77 694	49 327	319 727	29 549	1 101 559
juin	506 812	291 288	3 224	212 300	81 696	115 850	14 534	220	130 062	78 320	48 292	318 422	27 257	1 109 165
juil.	512 808	287 473	2 022	223 313	84 413	121 712	16 887	301	136 348	79 075	49 066	318 437	26 738	1 122 473
août	507 896	284 206	1 856	221 834	83 854	124 522	12 827	630	139 880	79 132	49 335	328 647	28 945	1 133 835
sep.	522 317	296 702	2 211	223 404	82 951	125 821	13 993	640	139 642	79 276	49 616	332 248	29 536	1 152 634
oct.	545 833	311 859	1 665	232 308	83 473	134 402	13 767	665	143 229	77 834	50 041	344 256	30 644	1 191 837
nov.	545 321	309 758	1 662	233 901	90 875	126 356	15 782	888	146 797	79 088	49 834	343 969	33 266	1 198 276
déc.	527 322	300 784	2 347	224 191	83 223	125 894	14 192	882	144 450	77 937	50 255	339 347	29 777	1 169 089
Elargissement de la zone euro														
2008														
jan.	538 756	301 457	1 574	235 724	94 063	125 541	15 292	828	156 155	75 279	49 715	348 263	43 035	1 211 202
fév.	545 228	314 228	1 446	229 554	87 877	126 476	14 179	1 021	157 818	69 412	50 203	348 235	40 029	1 210 926
mars	562 706	324 029	2 021	236 655	94 122	125 918	15 420	1 196	160 854	69 775	49 573	345 710	38 416	1 227 033
avril	565 474	326 129	2 013	237 332	92 226	127 247	16 305	1 554	165 255	72 392	49 046	358 632	41 322	1 252 121
mai	570 818	336 954	2 374	231 490	91 260	123 622	15 181	1 428	164 915	72 225	49 359	361 826	39 532	1 258 675
juin	562 450	331 173	1 908	229 369	90 592	123 295	14 182	1 300	161 364	72 304	49 344	360 419	35 569	1 241 450
juil.	555 201	326 400	2 269	226 532	85 967	123 055	16 195	1 316	169 960	75 582	47 797	367 232	38 013	1 253 785
août	552 565	319 799	1 870	230 896	83 075	131 670	14 885	1 266	174 924	78 224	48 618	387 761	38 038	1 280 130
sep.	582 519	340 187	2 136	240 195	93 097	132 191	13 713	1 193	186 981	78 256	50 923	381 039	39 862	1 319 579
oct.	592 181	353 499	2 596	236 086	87 343	134 251	13 895	596	175 571	80 523	49 094	387 942	60 123	1 345 434
nov.	575 308	340 847	3 466	230 995	87 931	128 509	13 941	614	180 280	79 305	48 955	387 784	60 529	1 332 159
déc.	559 213	349 131	2 615	207 468	86 169	107 259	13 524	517	166 656	73 017	48 034	374 818	50 047	1 271 785

Source : BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Montants détenus par les résidents de la zone euro. Les montants de titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans détenus par les non-résidents sont compris dans les engagements envers des non-résidents de la zone euro.

Tableau 2.3

Agrégats monétaires de la zone euro ¹⁾²⁾ (en milliards de EUR; données brutes; encours en fin de période)

	M 3									
	M 1			M 2			Pensions	Titres d'OPC monétaires	Titres de création d'une durée < ou égale à 2 ans	Total
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Total	Dépôts à terme d'une durée < ou égale à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis < ou égal à 3 mois	Total				
2003										
mars	331,0	2 169,9	2 500,9	1 073,4	1 427,4	5 001,7	221,8	553,1	103,1	5 879,7
juin	348,2	2 212,4	2 560,6	1 074,2	1 462,6	5 097,4	215,6	572,7	104,3	5 990,0
sep.	367,2	2 254,7	2 621,9	1 053,1	1 496,2	5 171,2	218,9	582,1	92,1	6 064,3
déc.	386,9	2 293,7	2 680,6	1 031,0	1 522,3	5 233,9	218,4	596,1	92,7	6 141,1
2004										
mars	405,3	2 352,4	2 757,7	1 005,2	1 551,0	5 313,9	216,8	600,2	94,5	6 225,4
juin	421,2	2 374,1	2 795,3	999,9	1 584,7	5 379,9	217,3	611,0	100,1	6 308,3
sep.	438,0	2 419,1	2 857,1	993,1	1 600,9	5 451,1	215,9	609,5	100,1	6 376,6
déc.	468,4	2 480,5	2 948,9	1 040,5	1 642,9	5 632,3	228,8	604,9	102,3	6 568,3
2005										
jan.	459,9	2 506,1	2 966,0	1 015,4	1 655,9	5 637,3	228,7	616,4	99,2	6 581,6
fév.	463,6	2 506,6	2 970,2	1 013,0	1 660,3	5 643,5	227,0	615,4	114,1	6 600,0
mars	471,8	2 525,8	2 997,6	1 017,7	1 665,2	5 680,5	227,0	614,5	106,0	6 628,0
avril	481,1	2 550,0	3 031,1	1 034,8	1 672,5	5 738,4	226,3	627,8	120,9	6 713,4
mai	485,8	2 578,3	3 064,1	1 035,7	1 678,7	5 778,5	239,2	634,8	113,5	6 766,0
juin	496,6	2 808,0	3 304,6	1 027,4	1 520,2	5 852,2	238,9	621,3	118,5	6 830,9
juil.	506,4	2 814,7	3 321,1	1 042,5	1 525,7	5 889,3	238,6	635,1	119,2	6 882,2
août	500,9	2 767,7	3 268,6	1 054,3	1 530,0	5 852,9	249,2	639,7	121,0	6 862,8
sep.	507,2	2 815,4	3 322,6	1 078,4	1 532,0	5 933,0	234,4	631,5	119,9	6 918,8
oct.	510,5	2 838,8	3 349,3	1 088,7	1 532,2	5 970,2	241,4	629,0	121,4	6 962,0
nov.	514,5	2 864,0	3 378,5	1 085,9	1 531,3	5 995,7	239,3	629,7	130,0	6 994,7
déc.	532,9	2 947,0	3 479,9	1 123,7	1 550,0	6 153,6	221,9	615,8	126,2	7 117,5
2006										
jan.	520,8	2 922,2	3 443,0	1 113,7	1 565,7	6 122,4	237,0	608,4	143,4	7 111,2
fév.	524,8	2 917,2	3 442,0	1 134,8	1 569,2	6 146,0	235,0	610,2	152,7	7 143,9
mars	532,2	2 936,0	3 468,2	1 162,0	1 570,9	6 201,1	235,9	603,1	163,1	7 203,2
avril	540,3	2 992,0	3 532,3	1 201,5	1 569,3	6 303,1	249,7	613,1	163,9	7 329,8
mai	543,6	3 006,5	3 550,1	1 189,1	1 568,5	6 307,7	258,2	621,6	173,7	7 361,2
juin	553,7	3 044,4	3 598,1	1 208,7	1 565,7	6 372,5	245,1	616,5	161,8	7 395,9
juil.	562,7	3 009,8	3 572,5	1 232,9	1 562,6	6 368,0	250,5	627,4	160,3	7 406,2
août	559,0	2 956,9	3 515,9	1 267,8	1 562,6	6 346,3	264,9	639,7	179,1	7 430,0
sep.	563,2	3 018,2	3 581,4	1 304,8	1 558,9	6 445,1	263,8	645,6	178,7	7 533,2
oct.	567,1	2 996,5	3 563,6	1 341,7	1 551,8	6 457,1	261,3	644,7	194,3	7 557,4
nov.	571,5	3 038,2	3 609,7	1 367,3	1 543,5	6 520,5	260,8	636,9	199,4	7 617,6
déc.	592,2	3 164,3	3 756,5	1 414,8	1 557,1	6 728,4	248,0	614,1	198,7	7 789,2
Elargissement de la zone euro										
2007										
jan.	575,6	3 106,1	3 681,7	1 446,4	1 558,4	6 686,5	262,3	641,8	220,7	7 811,3
fév.	578,7	3 095,3	3 674,0	1 469,6	1 547,1	6 690,7	268,8	652,0	231,8	7 843,3
mars	588,4	3 146,9	3 735,3	1 534,1	1 544,8	6 814,2	282,0	666,3	239,9	8 002,4
avril	594,7	3 160,7	3 755,4	1 567,8	1 537,1	6 860,3	281,6	681,9	241,8	8 065,6
mai	597,6	3 179,3	3 776,9	1 599,7	1 533,4	6 910,0	285,2	702,5	254,6	8 152,3
juin	604,9	3 240,2	3 845,1	1 634,3	1 526,3	7 005,7	282,2	699,0	242,4	8 229,3
juil.	612,9	3 217,9	3 830,8	1 694,8	1 516,1	7 041,7	287,1	712,6	239,8	8 281,2
août	610,5	3 137,8	3 748,3	1 765,5	1 508,1	7 021,9	297,6	706,2	260,5	8 286,2
sep.	610,4	3 212,2	3 822,6	1 795,6	1 501,6	7 119,8	295,4	682,5	282,3	8 380,0
oct.	613,5	3 176,1	3 789,6	1 890,9	1 525,1	7 205,6	293,5	684,2	298,8	8 482,1
nov.	618,6	3 210,9	3 829,5	1 916,0	1 518,8	7 264,3	301,8	696,9	313,3	8 576,3
déc.	638,5	3 262,0	3 900,5	1 985,0	1 539,6	7 425,1	283,0	660,6	316,8	8 685,5
Elargissement de la zone euro										
2008										
jan.	623,1	3 227,5	3 850,6	2 040,2	1 545,8	7 436,6	307,4	737,2	297,5	8 778,7
fév.	628,7	3 170,9	3 799,6	2 115,7	1 542,9	7 458,2	314,4	749,6	275,9	8 798,1
mars	632,8	3 218,7	3 851,5	2 130,9	1 548,4	7 530,8	314,0	742,5	281,5	8 868,8
avril	641,3	3 194,3	3 835,6	2 227,9	1 546,6	7 610,1	329,0	751,3	272,9	8 963,3
mai	645,7	3 221,2	3 866,9	2 261,2	1 542,5	7 670,6	333,4	755,8	290,1	9 049,9
juin	652,0	3 262,4	3 914,4	2 264,4	1 538,7	7 717,5	330,3	733,0	287,3	9 068,1
juil.	658,7	3 178,3	3 837,0	2 365,1	1 528,5	7 730,6	333,2	743,2	290,4	9 097,4
août	656,0	3 133,2	3 789,2	2 425,9	1 526,2	7 741,3	343,1	757,9	281,6	9 123,9
sep.	657,1	3 219,5	3 876,6	2 430,8	1 516,4	7 823,8	345,6	731,1	291,1	9 191,6
oct.	698,8	3 244,8	3 943,6	2 499,7	1 511,9	7 955,2	351,1	729,8	278,4	9 314,5
nov.	703,7	3 265,2	3 968,9	2 516,9	1 516,2	8 002,0	336,7	739,7	277,4	9 355,8
déc.	723,2	3 305,1	4 028,3	2 487,2	1 554,2	8 069,7	330,7	723,0	261,7	9 385,1

Source: BCE

1) Les données ont été révisées pour tenir compte des nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Les agrégats monétaires comprennent les exigences monétaires des IFMs et de l'administration centrale (Poste, Trésor) vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFMs ni des institutions ressortissant de l'administration centrale.

Tableau 2.4

Eléments du passif des institutions financières monétaires luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires ^{1) 2) 3)}

(en milliards de EUR; données brutes; encours en fin de période)

	M 3											
	M 1			M 2			Pensions	Titres d'OPC monétaires	Titres de création d'une durée < ou égale à 2 ans	Total		
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue	Total	Dépôts à terme d'une durée < ou égale à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis < ou égal à 3 mois	Total						
2004												
jan.	0,7	57,2	57,9	88,2	7,6	153,7	0,1	80,7	- 28,8	205,7		
fév.	0,7	54,6	55,3	88,8	8,4	152,5	0,2	79,3	- 28,3	203,7		
mars	0,7	59,5	60,2	88,0	7,5	155,7	0,2	81,4	- 28,6	208,7		
avril	0,7	59,6	60,3	86,3	7,8	154,4	0,2	83,1	- 28,3	209,4		
mai	0,8	56,0	56,8	85,1	7,5	149,4	0,2	84,2	- 28,8	205,0		
juin	0,8	59,7	60,5	83,0	8,0	151,5	0,1	83,4	- 26,8	208,2		
juil.	0,8	56,8	57,6	83,1	8,1	148,8	0,1	80,0	- 27,7	201,2		
août	0,8	59,0	59,8	84,3	7,8	151,9	0,2	82,0	- 30,1	204,0		
sep.	0,8	63,0	63,8	82,0	7,5	153,3	0,1	79,4	- 28,1	204,7		
oct.	0,8	56,2	57,0	89,3	7,7	154,0	0,2	82,5	- 24,0	212,7		
nov.	0,9	63,5	64,4	77,7	9,0	151,1	0,1	80,6	- 21,9	209,9		
déc.	0,9	56,6	57,5	90,0	10,5	158,0	0,3	84,1	- 24,8	217,6		
2005												
jan.	0,9	65,0	65,9	84,1	10,3	160,3	0,3	85,7	- 25,5	220,8		
fév.	0,9	66,4	67,3	82,7	10,2	160,2	0,4	83,3	- 25,3	218,6		
mars	0,9	68,7	69,6	83,5	10,1	163,2	0,4	84,6	- 25,4	222,8		
avril	0,9	64,1	65,0	85,5	11,4	161,9	0,5	84,4	- 24,0	222,8		
mai	0,9	69,0	69,9	82,9	11,0	163,8	0,5	84,4	- 25,9	222,8		
juin	1,0	72,2	73,2	81,5	10,4	165,1	0,3	84,9	- 24,2	226,1		
juil.	1,0	69,4	70,4	82,4	10,9	163,7	0,3	89,9	- 24,9	229,0		
août	1,0	69,8	70,8	84,5	10,5	165,8	0,4	90,7	- 26,5	230,4		
sep.	1,0	66,9	67,9	93,5	11,0	172,4	0,2	91,9	- 26,7	237,8		
oct.	1,0	65,6	66,6	92,4	11,2	170,2	0,2	93,9	- 26,6	237,7		
nov.	1,0	71,7	72,7	87,5	11,6	171,8	0,3	98,2	- 25,9	244,4		
déc.	1,1	71,2	72,3	89,9	10,6	172,8	0,2	96,8	- 26,5	243,3		
2006												
jan.	1,0	75,9	76,9	81,5	12,9	171,3	0,4	99,9	- 26,7	244,9		
fév.	1,0	79,3	80,3	89,1	12,8	182,2	0,3	99,6	- 25,8	256,3		
mars	1,1	76,3	77,4	93,2	13,6	184,2	0,3	98,2	- 26,9	255,8		
avril	1,1	73,9	75,0	100,3	13,1	188,4	0,3	96,6	- 28,3	257,0		
mai	1,1	73,7	74,8	91,6	14,5	180,9	0,4	99,7	- 29,5	251,5		
juin	1,1	73,8	74,9	90,5	11,9	177,3	0,4	102,1	- 31,2	248,6		
juil.	1,1	70,0	71,1	91,4	10,7	173,2	0,2	105,4	- 30,9	247,9		
août	1,1	71,9	73,0	92,9	10,2	176,1	0,2	106,0	- 29,8	252,5		
sep.	1,1	74,2	75,3	97,5	11,9	184,7	0,3	105,5	- 30,0	260,5		
oct.	1,1	69,4	70,5	105,9	12,2	188,6	0,2	103,8	- 28,6	264,0		
nov.	1,1	76,4	77,5	101,7	12,9	192,1	0,2	102,6	- 28,2	266,7		
déc.	1,2	76,5	77,7	101,3	11,5	190,5	0,1	101,6	- 24,5	267,7		
				Elargissement de la zone euro								
2007												
jan.	1,2	83,6	84,8	96,6	11,7	193,1	0,2	112,1	- 28,2	277,2		
fév.	1,2	80,3	81,5	95,7	11,9	189,1	0,2	115,0	- 27,8	276,5		
mars	1,2	81,8	83,0	97,0	13,3	193,3	0,3	116,0	- 29,3	280,3		
avril	1,2	85,0	86,2	97,7	13,4	197,3	0,3	116,9	- 29,4	285,1		
mai	1,2	83,4	84,6	99,1	13,3	197,0	0,4	125,5	- 30,5	292,4		
juin	1,3	82,4	83,7	96,7	13,3	193,7	0,2	129,8	- 31,5	292,2		
juil.	1,3	85,0	86,3	103,5	15,6	205,4	0,3	136,1	- 32,1	309,7		
août	1,3	84,5	85,8	105,7	11,5	203,0	0,6	139,6	- 34,7	308,5		
sep.	1,3	83,6	84,9	107,1	12,6	204,6	0,6	139,5	- 36,8	307,9		
oct.	1,3	84,1	85,4	115,2	12,3	212,9	0,7	142,9	- 41,2	315,3		
nov.	1,3	92,1	93,4	107,4	14,3	215,1	0,9	146,4	- 42,5	319,9		
déc.	1,3	83,9	85,2	106,8	12,8	204,8	0,9	144,0	- 41,3	308,4		
				Elargissement de la zone euro								
2008												
jan.	1,3	94,8	96,2	106,3	13,9	216,3	0,8	155,9	- 50,6	322,7		
fév.	1,3	88,6	90,1	108,4	12,6	211,5	1,0	157,5	- 56,7	313,8		
mars	1,3	94,8	95,4	106,2	13,9	215,0	1,2	160,6	- 57,3	319,9		
avril	1,3	92,9	93,8	107,5	14,8	215,6	1,6	165,0	- 63,2	320,3		
mai	1,4	91,9	91,8	103,9	13,6	209,2	1,4	164,6	- 67,5	313,1		
juin	1,4	91,3	92,7	104,5	12,7	209,3	1,3	161,0	- 62,6	309,2		
juil.	1,4	86,6	88,0	105,4	14,7	208,1	1,3	169,7	- 66,7	310,2		
août	1,4	83,7	85,3	112,6	13,5	210,4	1,3	174,5	- 70,7	313,6		
sep.	1,3	93,8	95,1	113,6	12,3	220,9	1,2	175,7	- 63,2	332,4		
oct.	1,5	87,5	89,6	112,1	12,5	215,1	0,6	175,1	- 61,4	325,3		
nov.	1,5	88,4	89,9	108,7	12,6	211,2	0,6	179,7	- 62,7	328,8		
déc.	1,5	86,9	88,4	92,0	12,2	192,6	0,5	166,4	- 54,3	305,2		

Source : BCE

- 1) Les données ont été révisées pour tenir compte des nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.
- 2) Ce tableau présente la contribution des composantes luxembourgeoises dans les agrégats monétaires de la zone euro. Il ne présente pas les agrégats monétaires du Luxembourg. En effet, la notion de résidence utilisée est celle de la zone euro. De plus, les composantes luxembourgeoises dans les agrégats monétaires de la zone euro sont consolidées en déduisant des postes du côté passif du bilan agrégé des IFMs luxembourgeoises les postes correspondants du côté actif dont les débiteurs sont non seulement des IFMs luxembourgeoises mais aussi des IFMs résidant dans les autres EMUMs. Ceci explique en particulier l'existence de chiffres négatifs dans ce tableau.
- 3) Le poste monnaie fiduciaire est calculé suivant le Capital share Mechanism (CSM) qui prévoit la répartition du total de la monnaie en circulation de la zone euro aux différentes Banques centrales nationales de la zone euro en fonction de leur part dans le capital de la Banque centrale européenne.

Tableau 3.3

Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - nouveaux contrats ¹⁾
(taux en pourcentage annuel hors commissions, montant en millions de EUR)

	Ménages							Sociétés non financières								
	Crédits				Dépôts			Crédits				Dépôts				
	Crédits à la consommation		Crédits immobiliers		Autres crédits			Dépôts à terme		Crédits d'un montant inférieur ou égal à 1 million d'euros		Crédits d'un montant supérieur à 1 million d'euros		Dépôts à terme		
	fixation initiale du taux d'une durée supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans		taux variable ou/et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an		taux variable ou/et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an			échéance initiale inférieure ou égale à 1 an		taux variable ou/et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an		taux variable ou/et fixation initiale du taux d'une durée inférieure ou égale à 1 an		échéance initiale inférieure ou égale à 1 an		
	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant	Taux	Montant
2003																
jan.	5,82	48	4,25	78	4,30	1 451	2,52	9 319	4,16	4 638	3,49	2 579	2,74	11 653		
fév.	5,47	57	4,16	68	4,04	1 452	2,46	8 545	4,26	3 747	3,44	2 461	2,70	13 668		
mars	5,46	42	4,00	84	3,95	1 353	2,32	9 924	4,05	4 242	3,24	4 109	2,56	21 579		
avril	5,69	32	3,92	82	4,04	1 264	2,24	9 280	4,14	3 980	3,37	3 672	2,54	20 086		
mai	5,91	38	3,82	82	3,74	1 486	2,20	9 008	4,02	4 302	3,23	3 501	2,53	19 645		
juin	5,81	33	3,88	80	3,65	1 488	1,90	9 960	3,64	669	3,29	9 044	2,16	23 867		
juil.	5,68	36	3,76	118	3,64	1 363	1,86	9 266	3,52	920	3,55	5 163	2,09	22 511		
août	5,61	24	3,75	74	3,74	1 112	1,82	8 129	3,47	864	3,35	5 531	2,08	27 937		
sep.	5,62	28	3,74	89	3,42	1 839	1,85	8 572	3,51	899	3,20	8 118	2,07	28 522		
oct.	5,54	31	3,53	111	3,57	1 550	1,84	9 148	3,32	918	3,33	6 420	2,01	32 241		
nov.	5,50	28	3,51	112	3,69	1 163	1,80	7 062	3,26	1 028	3,38	5 749	1,98	22 378		
déc.	5,46	24	3,41	123	3,49	2 019	1,82	7 852	3,51	915	3,23	7 491	1,97	27 791		
2004																
jan.	5,69	21	3,39	104	3,61	1 597	1,78	8 046	3,42	895	3,10	6 994	2,05	25 737		
fév.	4,92	42	3,42	115	3,74	1 165	1,77	6 503	3,39	845	3,24	5 316	2,01	27 779		
mars	4,97	35	3,36	123	3,31	1 722	1,75	7 902	3,47	856	2,99	7 730	1,99	30 222		
avril	5,27	29	3,39	123	3,46	1 452	1,75	7 744	3,52	768	3,20	5 125	2,00	28 296		
mai	5,73	36	3,39	138	3,38	1 250	1,76	6 787	3,91	738	3,08	4 823	2,00	26 287		
juin	5,71	35	3,38	122	3,62	1 735	1,78	7 410	3,85	902	3,10	7 641	2,03	24 730		
juil.	5,70	34	3,43	127	3,62	1 317	1,78	7 577	3,84	807	3,20	5 037	2,03	23 803		
août	5,69	26	3,49	106	3,70	1 243	1,76	6 637	3,93	721	3,26	4 158	2,02	23 143		
sep.	5,57	28	3,41	137	3,48	973	1,79	7 176	3,88	860	2,93	6 776	2,03	26 915		
oct.	5,58	32	3,38	146	3,54	824	1,79	6 984	3,94	749	3,29	4 126	2,05	28 315		
nov.	5,58	28	3,41	149	3,55	1 154	1,82	6 749	3,97	796	3,19	4 472	2,07	19 916		
déc.	5,60	28	3,38	158	3,46	1 666	1,87	6 867	3,91	900	3,16	6 985	2,26	29 855		
2005																
jan.	5,40	38	3,43	115	3,63	1 288	1,85	7 293	3,84	819	3,16	5 279	2,04	29 108		
fév.	5,00	60	3,45	117	3,39	1 412	1,85	6 326	3,86	764	3,19	4 381	2,02	21 632		
mars	5,15	52	3,41	132	3,47	1 717	1,78	6 562	3,81	972	2,92	7 460	2,01	18 904		
avril	5,34	42	3,50	157	3,47	1 262	2,76	8 130	3,85	794	3,30	4 884	2,04	21 528		
mai	5,49	33	3,51	152	3,25	1 488	1,86	6 789	3,83	839	3,14	4 465	2,04	17 394		
juin	5,46	35	3,50	146	3,47	1 666	1,91	8 772	4,31	1 043	3,08	7 388	2,05	19 976		
juil.	5,53	35	3,50	161	3,61	1 397	1,80	5 477	3,84	782	3,18	4 995	2,03	13 979		
août	5,50	25	3,51	131	3,30	1 554	1,80	5 734	3,85	760	3,10	5 650	2,04	18 289		
sep.	5,43	22	3,55	121	3,52	1 729	1,83	5 898	3,80	936	2,99	7 715	2,07	27 040		
oct.	5,52	26	3,57	134	3,50	1 324	1,83	5 718	3,87	782	3,00	5 556	2,03	22 736		
nov.	5,36	27	3,64	150	3,42	1 624	1,92	5 261	3,99	756	3,29	4 799	2,10	19 448		
déc.	5,42	24	3,62	182	3,68	2 159	2,09	5 666	4,04	976	3,41	8 045	2,31	18 757		
2006																
jan.	5,43	21	3,63	138	3,71	1 413	2,13	5 939	4,06	771	3,43	5 054	2,37	19 950		
fév.	4,88	40	3,69	139	3,58	1 675	2,18	4 995	4,18	751	3,44	5 092	2,35	21 579		
mars	5,11	47	3,75	168	3,89	2 139	2,31	7 375	4,24	985	3,68	6 974	2,54	18 676		
avril	5,05	37	3,71	125	3,81	1 626	2,35	7 114	4,30	840	3,71	5 174	2,29	22 794		
mai	5,44	38	3,70	168	3,74	1 651	2,41	7 319	4,27	930	3,75	4 753	2,89	20 402		
juin	5,74	31	3,85	158	4,12	1 775	2,57	7 730	4,43	1 143	3,80	9 158	2,78	18 563		
juil.	5,63	26	3,93	171	4,16	1 563	2,64	8 201	4,44	1 366	4,00	5 776	2,80	14 416		
août	5,55	15	3,99	137	4,18	1 734	2,58	7 254	4,25	915	4,17	5 316	2,94	16 030		
sep.	5,67	19	4,12	160	4,30	1 775	2,68	7 407	4,66	1 112	4,08	7 841	3,01	18 512		
oct.	5,70	24	4,27	174	4,47	1 462	2,83	7 564	4,77	918	4,32	5 406	3,22	25 302		
nov.	5,96	19	4,29	149	4,44	1 454	2,97	6 955	4,89	880	4,38	5 399	3,20	20 530		
déc.	5,82	17	4,51	171	4,63	2 089	3,19	7 506	5,15	1 175	4,45	10 059	3,46	18 841		
Elargissement de la zone euro																
2007																
jan.	5,11	17	4,53	136	4,59	1 692	3,20	7 829	5,09	965	4,52	6 737	3,50	21 125		
fév.	5,27	30	4,63	163	4,49	1 789	3,21	8 540	5,13	896	4,66	5 567	3,39	21 038		
mars	5,48	25	4,64	210	4,79	1 866	3,40	8 871	5,09	1 321	4,62	8 163	3,63	19 400		
avril	5,76	42	4,66	161	4,94	1 396	3,45	8 716	5,32	931	5,24	6 080	3,85	18 432		
mai	5,78	44	4,59	182	4,93	1 402	3,48	8 625	5,46	887	4,85	6 630	3,73	21 645		
juin	5,82	43	4,69	191	5,14	1 856	3,57	8 446	5,49	1 177	4,83	9 940	3,89	16 290		
juil.	5,84	43	4,83	226	5,08	1 385	3,56	8 785	5,50	1 092	5,09	6 795	3,98	23 000		
août	6,02	10	4,82	72	5,34	1 112	3,65	7 331	5,72	968	5,15	8 498	4,09	30 923		
sep.	6,26	14	4,91	168	5,53	1 567	3,88	9 293	5,86	1 133	5,11	10 902	4,06	23 401		
oct.	6,33	17	4,93	243	5,33	1 874	3,82	9 741	5,63	1 240	4,94	10 070	3,92	35 178		
nov.	6,28	15	4,89	229	5,26	1 771	3,83	9 255	5,66	1 061	4,94	9 570	4,02	27 726		
déc.	6,29	12	4,83	237	5,52	2 355	4,07	8 798	5,95	1 493	5,25	15 029	4,07	29 004		
Elargissement de la zone euro																
2008																
jan.	6,22	14	4,89	205	5,25	1 871	3,92	9 714	5,69	1 019	5,10	11 864	3,92	29 678		
fév.	5,25	32	4,90	183	5,16	1 501	3,85	8 738	5,63	943	4,88	12 306	4,02	26 523		
mars	5,30	29	4,90	206	5,35	1 804	3,98	8 885	5,75	1 182	5,04	13 530	4,12	24 865		
avril	5,77	27	4,82	187	5,41	1 462	4,08	9 494	5,78	1 135	5,04	12 443	4,11	26 963		
mai	5,79	25	4,91	205	5,37	1 385	4,07	8 824	5,84	1 568	5,07	11 914	4,07	23 346		
juin	6,35	21	5,03	257	5,45	2 115	4,12	8 858	5,86	1 382	5,10	15 869	4,07	25 533		
juil.	6,28	22	5,02	298	5,42	1 822	4,24	9 858	5,87	1 219	5,20	14 769	4,23	24 486		
août	6,42	16	5,22	161	5,41	1 710	4,23	8 678	5,93	1 087	5,51	13 485	4,30	22 010		
sep.	6,40	16	5,17	208	5,74	1 989	4,35	8 776	6,15	1 402	5,55	14 775	4,33	24 427		
oct.	6,42	17	4,89	228	5,64	1 741	4,37	10 305	6,24	1 211	5,07	16 119	3,68	29 204		
nov.	6,40	14	4,69	162	4,69	1 584	3,46	8 585	5,42	1 113	4,40	14 746	3,06	24 916		
déc.	6,20	11	4,22	224	3,39	2 430	2,59	8 753	4,54	1 424	3,97	16 793	2,36	24 654		
2009																
jan.	5,44	15	3,47	191	2,96	1 972	1,82	9 191	3,86	1 232	3,69	17 624	1,95	24 660		

Source : BCL

1) Cette statistique repose sur une collecte de données effectuée auprès de 57 établissements de crédit.

Tableau 3.4

Taux d'intérêt appliqués par les banques luxembourgeoises aux dépôts et crédits en euros des résidents de la zone euro - encours¹⁾
(taux en pourcentage annuel hors commissions)

	Ménages						Sociétés non financières					
	Crédits			Dépôts			Crédits			Dépôts		
	Crédits à la consommation - échéance initiale supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans	Crédits immobiliers - échéance initiale supérieure à 5 ans	Autres crédits - échéance initiale inférieure ou égale à 1 an	Dépôts à vue	Dépôts à terme - échéance initiale inférieure ou égale à 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis - d'une durée inférieure ou égale à 3 mois	Crédits - échéance initiale inférieure ou égale à 1 an	Crédits - échéance initiale supérieure à 1 an et inférieure ou égale à 5 ans	Crédits - échéance initiale supérieure à 5 ans	Dépôts à vue	Dépôts à terme - échéance initiale inférieure ou égale à 2 ans	
2003												
jan.	5,57	4,28	4,22	1,70	2,49	2,05	4,01	4,22	4,81	2,45	2,68	
fév.	5,53	4,17	4,11	1,67	2,41	2,00	3,90	4,10	4,80	2,23	2,76	
mars	5,49	4,16	3,95	1,58	2,26	1,84	3,72	4,00	4,67	2,07	2,58	
avril	5,49	4,00	3,93	1,58	2,25	1,80	3,70	3,92	4,65	2,20	2,50	
mai	5,48	3,97	3,86	1,58	2,18	1,76	3,66	3,92	4,57	2,11	2,49	
juin	5,46	3,94	3,67	1,50	1,94	1,37	3,44	3,74	4,48	2,00	2,19	
juil.	5,38	3,73	3,60	1,21	1,83	1,34	3,36	3,67	4,37	1,72	2,08	
août	5,40	3,68	3,55	1,20	1,79	1,34	3,33	3,66	4,33	1,64	2,05	
sep.	5,40	3,69	3,48	1,23	1,80	1,44	3,33	3,63	4,30	1,70	2,05	
oct.	5,33	3,70	3,46	1,21	1,78	1,44	3,31	3,66	4,30	1,52	2,04	
nov.	4,61	3,67	3,47	1,21	1,74	1,45	3,30	3,65	4,25	1,64	2,04	
déc.	5,31	3,65	3,50	1,20	1,77	1,44	3,33	3,67	4,27	1,33	2,01	
2004												
jan.	5,30	3,64	3,48	1,19	1,74	1,45	3,29	3,71	4,27	1,42	2,08	
fév.	5,29	3,63	3,45	1,19	1,73	1,45	3,27	3,67	4,31	1,54	2,03	
mars	5,35	3,64	3,40	1,20	1,69	1,44	3,16	3,66	4,30	1,59	1,98	
avril	5,05	3,60	3,36	1,17	1,69	1,44	3,13	3,61	4,29	1,53	1,99	
mai	4,98	3,58	3,35	1,17	1,71	1,42	3,08	3,58	4,30	1,37	1,99	
juin	4,95	3,57	3,42	1,17	1,72	1,43	3,13	3,63	4,31	1,62	2,02	
juil.	4,95	3,56	3,39	1,16	1,72	1,41	3,16	3,65	4,30	1,59	2,03	
août	4,94	3,57	3,42	1,19	1,73	1,43	3,16	3,60	4,28	1,69	2,03	
sep.	5,01	3,49	3,37	1,19	1,74	1,42	3,18	3,58	4,29	1,78	2,03	
oct.	5,02	3,48	3,36	1,15	1,75	1,40	3,21	3,63	4,30	1,58	2,03	
nov.	4,99	3,49	3,45	1,15	1,77	1,38	3,20	3,62	4,32	1,69	2,04	
déc.	4,99	3,48	3,37	1,16	1,80	1,40	3,20	3,69	4,32	1,46	2,13	
2005												
jan.	5,86	3,47	3,38	1,17	1,79	1,36	3,16	3,60	4,32	1,63	2,03	
fév.	5,82	3,46	3,35	1,17	1,80	1,43	3,19	3,59	4,23	1,60	2,01	
mars	5,81	3,47	3,29	1,15	1,74	1,30	3,18	3,55	4,27	1,76	2,01	
avril	5,80	3,45	3,32	1,16	1,80	1,44	3,26	3,56	4,25	1,67	2,04	
mai	5,23	3,44	3,31	1,16	1,79	1,44	3,21	3,51	4,10	1,67	2,05	
juin	5,74	3,44	3,33	1,15	1,81	1,43	3,27	3,52	4,19	1,64	2,07	
juil.	5,75	3,45	3,34	1,12	1,79	1,42	3,33	3,48	4,14	1,54	2,05	
août	5,72	3,42	3,34	1,15	1,79	1,42	3,34	3,46	4,13	1,68	2,06	
sep.	5,75	3,45	3,31	1,21	1,80	1,48	3,28	3,52	4,13	1,49	2,07	
oct.	5,86	3,44	3,33	1,16	1,76	1,43	3,30	3,45	4,09	1,36	2,05	
nov.	5,83	3,41	3,41	1,16	1,90	1,46	3,36	3,49	4,17	1,53	2,10	
déc.	5,84	3,44	3,51	1,19	2,02	1,74	3,53	3,43	4,21	1,85	2,30	
2006												
jan.	5,83	3,55	3,53	1,33	2,01	1,72	3,57	3,45	4,24	1,64	2,27	
fév.	5,85	3,55	3,61	1,33	2,08	1,69	3,61	3,50	4,27	1,64	2,37	
mars	5,81	3,67	3,74	1,40	2,24	1,88	3,72	3,61	4,34	1,81	2,48	
avril	5,80	3,75	3,76	1,45	2,31	1,91	3,81	3,72	4,43	1,79	2,34	
mai	5,10	3,74	3,84	1,51	2,37	1,92	3,85	3,77	4,30	1,81	2,55	
juin	5,12	3,88	3,96	1,59	2,48	2,00	3,98	3,82	4,22	2,07	2,77	
juil.	5,13	3,98	4,04	1,69	2,59	2,02	4,03	3,79	4,32	1,98	2,76	
août	5,14	4,10	3,95	1,76	2,59	2,27	4,04	3,81	4,34	2,02	2,95	
sep.	5,16	4,17	3,93	1,77	2,68	2,30	4,23	3,90	4,39	2,21	3,00	
oct.	5,14	4,32	4,02	1,94	2,84	2,53	4,32	4,00	4,49	2,11	3,16	
nov.	5,11	4,41	4,09	1,96	2,93	2,41	4,36	4,09	4,54	2,47	3,25	
déc.	5,12	4,52	4,25	2,16	3,14	2,68	4,58	4,60	4,59	2,63	3,41	
Elargissement de la zone euro												
2007												
jan.	5,10	4,59	4,30	2,19	3,18	2,65	4,60	4,57	4,69	2,71	3,57	
fév.	5,26	4,63	4,28	2,24	3,25	2,67	4,62	4,43	4,74	2,66	3,54	
mars	5,27	4,68	4,40	2,30	3,36	2,89	4,72	4,50	4,78	2,62	3,75	
avril	5,29	4,77	4,48	2,39	3,42	2,94	4,87	3,92	4,88	2,56	3,83	
mai	5,21	4,74	4,58	2,41	3,46	2,95	4,88	4,02	4,89	2,29	3,83	
juin	5,15	4,71	4,69	2,44	3,53	3,18	5,06	4,15	4,96	3,02	3,97	
juil.	5,11	4,75	4,80	2,49	3,53	3,16	5,12	4,15	5,00	2,84	3,98	
août	5,37	4,99	4,98	2,57	3,77	3,21	5,17	4,30	5,19	3,07	4,12	
sep.	5,40	4,98	5,16	2,59	3,86	3,19	5,37	4,41	5,22	3,00	4,22	
oct.	5,46	4,97	5,16	2,59	3,78	3,24	5,32	4,40	5,11	2,43	4,11	
nov.	5,49	4,96	5,18	2,55	3,87	3,22	5,33	4,19	5,27	3,11	4,14	
déc.	5,51	4,96	5,42	2,58	4,07	3,25	5,55	5,04	5,33	2,40	4,24	
Elargissement de la zone euro												
2008												
jan.	5,53	4,95	5,39	2,67	3,97	3,29	5,42	4,82	5,27	2,60	4,22	
fév.	5,51	4,96	5,33	2,64	3,93	3,30	5,29	4,42	5,31	2,70	4,15	
mars	5,51	4,95	5,33	2,68	3,99	3,30	5,36	4,82	5,32	2,96	4,20	
avril	5,53	4,95	5,40	2,66	4,10	3,27	5,40	4,56	5,34	2,24	4,26	
mai	5,54	4,97	5,47	2,65	4,14	3,33	5,42	4,60	5,35	2,52	4,30	
juin	5,58	4,97	5,47	2,62	4,22	3,25	5,42	4,57	5,24	2,87	3,96	
juil.	5,61	5,03	5,58	2,68	4,31	3,47	5,51	4,83	5,41	2,74	4,48	
août	5,60	5,17	5,33	2,81	4,35	3,54	5,71	4,86	5,43	2,74	4,55	
sep.	5,63	5,18	5,64	2,78	4,48	3,48	5,95	4,94	5,56	2,90	4,59	
oct.	5,65	4,99	5,76	2,73	4,45	2,73	5,22	4,64	5,31	2,38	3,98	
nov.	5,66	4,81	5,32	2,52	4,00	2,37	4,79	4,05	5,09	1,98	3,53	
déc.	5,47	4,35	4,36	2,21	3,45	2,03	4,59	4,07	4,82	1,48	3,07	
2009												
jan.	5,55	3,74	3,63	1,53	2,75	1,21	3,95	3,64	4,23	0,79	2,38	

Source : BCL

1) Cette statistique repose sur une collecte de données effectuée auprès de 57 établissements de crédit.

Tableau 3.5

Taux d'intérêt du marché monétaire (valeurs moyennes de la période; pourcentages annuels)

	Zone euro					Etats-Unis	Japon
	EONIA	Euribor 1 mois	Euribor 3 mois	Euribor 6 mois	Euribor 12 mois	Libor-USD 3 mois	Libor-JPY 3mois
2004							
juil.	2,07	2,10	2,15	2,22	2,39	1,63	0,05
août	2,04	2,11	2,14	2,20	2,33	1,73	0,05
sep.	2,05	2,11	2,15	2,23	2,41	1,90	0,05
oct.	2,11	2,12	2,18	2,22	2,35	2,08	0,05
nov.	2,09	2,14	2,20	2,25	2,36	2,31	0,05
déc.	2,05	2,20	2,20	2,24	2,33	2,50	0,05
2005							
jan.	2,08	2,14	2,18	2,22	2,34	2,67	0,05
fév.	2,06	2,13	2,17	2,21	2,34	2,82	0,05
mars	2,06	2,13	2,17	2,22	2,37	3,02	0,05
avril	2,08	2,13	2,17	2,20	2,30	3,15	0,05
mai	2,07	2,13	2,16	2,17	2,22	3,27	0,05
juin	2,06	2,13	2,14	2,14	2,13	3,43	0,05
juil.	2,07	2,14	2,15	2,16	2,20	3,61	0,06
août	2,06	2,14	2,16	2,19	2,25	3,80	0,06
sep.	2,09	2,14	2,17	2,20	2,25	3,91	0,06
oct.	2,07	2,15	2,23	2,30	2,45	4,17	0,06
nov.	2,09	2,25	2,39	2,54	2,72	4,35	0,06
déc.	2,28	2,44	2,51	2,64	2,82	4,49	0,07
2006							
jan.	2,33	2,42	2,55	2,69	2,87	4,61	0,07
fév.	2,35	2,49	2,64	2,76	2,95	4,76	0,07
mars	2,52	2,67	2,76	2,91	3,15	4,92	0,10
avril	2,63	2,69	2,83	3,00	3,27	5,07	0,11
mai	2,58	2,73	2,93	3,10	3,35	5,19	0,19
juin	2,70	2,91	3,03	3,20	3,45	5,38	0,32
juil.	2,81	2,98	3,15	3,33	3,59	5,50	0,40
août	2,97	3,14	3,27	3,46	3,67	5,42	0,40
sep.	3,04	3,20	3,38	3,58	3,77	5,38	0,42
oct.	3,28	3,40	3,55	3,70	3,85	5,37	0,44
nov.	3,33	3,47	3,65	3,78	3,92	5,37	0,48
déc.	3,50	3,69	3,74	3,84	3,98	5,36	0,56
2007							
jan.	3,56	3,67	3,80	3,94	4,12	5,36	0,56
fév.	3,57	3,70	3,87	4,00	4,15	5,36	0,59
mars	3,69	3,90	3,94	4,05	4,16	5,35	0,71
avril	3,82	3,91	4,03	4,15	4,31	5,35	0,66
mai	3,79	3,97	4,13	4,26	4,43	5,36	0,67
juin	3,96	4,16	4,34	4,34	4,57	5,36	0,73
juil.	4,06	4,16	4,27	4,42	4,63	5,36	0,77
août	4,05	4,37	4,61	4,66	4,73	5,48	0,92
sep.	4,03	4,50	4,81	4,82	4,79	5,49	0,99
oct.	3,94	4,29	4,75	4,73	4,71	5,15	0,97
nov.	4,02	4,27	4,70	4,69	4,67	4,96	0,91
déc.	3,88	4,78	4,92	4,89	4,86	4,98	0,99
2008							
jan.	4,02	4,26	4,54	4,56	4,56	3,92	0,89
fév.	4,03	4,24	4,42	4,42	4,41	3,09	0,90
mars	4,09	4,36	4,66	4,66	4,65	2,78	0,97
avril	3,99	4,43	4,85	4,86	4,89	2,79	0,92
mai	4,01	4,45	4,92	4,97	5,06	2,69	0,92
juin	4,01	4,53	5,01	5,16	5,44	2,77	0,92
juil.	4,19	4,53	5,03	5,22	5,47	2,79	0,92
août	4,30	4,55	5,03	5,23	5,40	2,81	0,89
sep.	4,27	4,72	5,09	5,29	5,46	3,12	0,91
oct.	3,82	4,90	5,18	5,25	5,32	4,06	1,04
nov.	3,15	3,90	4,30	4,35	4,41	2,28	0,91
déc.	2,49	3,03	3,34	3,41	3,50	1,83	0,92
2009							
jan.	1,81	2,17	2,49	2,57	2,66	1,21	0,73

Source : Bloomberg

Tableau 3.6

Rendements des emprunts publics ¹⁾²⁾ (valeurs moyennes de la période; pourcentages annuels)

	Allemagne	Autriche	Belgique	Espagne	Finlande	France	Grèce	Irlande	Italie	Luxembourg	Pays-Bas	Portugal	Etats-Unis	Japon
2005														
juil.	3,23	3,27	3,30	3,22	3,19	3,24	3,46	3,27	3,45	2,17	3,27	3,40	4,16	1,26
août	3,25	3,28	3,31	3,23	3,20	3,25	3,47	3,28	3,45	2,25	3,29	3,39	4,25	1,42
sep.	3,09	3,11	3,15	3,07	3,04	3,12	3,31	3,12	3,29	2,19	3,12	3,23	4,18	1,38
oct.	3,26	3,28	3,31	3,24	3,21	3,30	3,47	3,29	3,46	2,42	3,28	3,39	4,45	1,54
nov.	3,48	3,47	3,50	3,51	3,41	3,50	3,68	3,48	3,67	2,65	3,48	3,58	4,53	1,52
déc.	3,37	3,35	3,39	3,39	3,29	3,37	3,56	3,37	3,55	2,74	3,36	3,46	4,46	1,54
2006														
jan.	3,34	3,33	3,38	3,35	3,28	3,35	3,61	3,34	3,55	2,82	3,33	3,45	4,40	1,47
fév.	3,49	3,47	3,54	3,50	3,44	3,50	3,78	3,49	3,70	2,82	3,48	3,59	4,56	1,57
mars	3,66	N/A	3,72	3,68	3,62	3,69	3,97	3,66	3,94	2,82	3,66	N/A	4,72	1,70
avril	3,92	4,03	3,97	3,95	3,90	3,96	4,25	3,93	4,24	2,82	3,93	N/A	4,99	1,91
mai	3,98	4,03	4,02	3,99	3,93	4,00	4,30	3,97	4,29	3,08	3,97	N/A	5,10	1,92
juin	3,99	4,03	4,01	3,99	3,96	4,01	4,31	3,98	4,31	3,38	3,97	N/A	5,10	1,87
juil.	4,02	4,05	4,04	4,02	4,06	4,03	4,32	4,01	4,31	3,49	4,02	4,14	5,08	1,91
août	3,89	3,92	3,91	3,88	3,93	3,90	4,19	3,89	4,17	3,58	3,90	4,06	4,87	1,81
sep.	3,76	3,79	3,79	3,76	3,80	3,77	4,06	3,76	4,04	3,67	3,78	3,93	4,71	1,67
oct.	3,28	3,40	3,55	3,70	3,85	5,37	4,08	3,80	4,08	3,67	3,82	3,97	4,72	1,76
nov.	3,73	3,76	3,76	3,75	3,76	3,75	3,99	3,73	3,98	3,72	3,75	3,89	4,59	1,70
déc.	3,80	3,83	3,84	3,85	3,83	3,83	4,07	3,81	4,06	3,77	3,83	3,97	4,56	1,64
2007														
jan.	4,03	4,06	4,07	4,08	4,06	4,07	4,28	4,03	4,25	3,83	4,05	4,18	4,75	1,71
fév.	4,05	4,09	4,11	4,10	4,08	4,10	4,30	4,06	4,27	3,90	4,08	4,19	4,72	1,71
mars	3,95	3,99	4,01	4,01	3,98	4,00	4,20	3,93	4,19	4,02	3,98	4,10	4,56	1,62
avril	4,15	4,20	4,22	4,21	4,20	4,21	4,39	N/A	4,38	4,26	4,19	4,29	4,68	1,68
mai	4,29	4,34	4,35	4,34	4,33	4,33	4,52	N/A	4,50	4,63	4,32	4,42	4,74	1,68
juin	4,58	4,63	4,64	4,63	4,63	4,62	4,80	N/A	4,79	N/A	4,62	4,75	5,10	1,90
juil.	4,52	4,58	4,61	4,61	4,58	4,59	4,79	N/A	4,77	N/A	4,58	4,72	4,99	1,89
août	4,30	4,38	4,44	4,41	4,39	4,39	4,62	N/A	4,60	4,63	4,39	4,55	4,68	1,67
sep.	4,24	4,32	4,41	4,38	4,34	4,34	4,56	N/A	4,53	N/A	4,35	4,50	4,51	1,61
oct.	4,29	4,35	4,42	4,39	4,38	4,37	4,57	4,39	4,56	N/A	4,38	4,51	4,52	1,66
nov.	4,10	4,21	4,29	4,27	4,22	4,23	4,43	4,31	4,42	N/A	4,21	4,36	4,14	1,51
déc.	4,24	4,37	4,43	4,39	4,35	4,36	4,56	4,46	4,57	N/A	4,35	4,47	4,09	1,53
2008														
jan.	4,05	4,16	4,24	4,22	4,14	4,16	4,40	4,25	4,41	N/A	4,14	4,31	3,72	1,44
fév.	3,96	4,06	4,23	4,14	4,05	4,08	4,36	4,20	4,36	N/A	4,09	4,26	3,73	1,45
mars	3,81	4,00	4,23	4,13	3,99	4,01	4,42	4,19	4,38	N/A	4,04	4,32	3,48	1,31
avril	4,05	4,34	4,38	4,36	4,22	4,27	4,56	4,45	4,54	N/A	4,27	4,52	3,65	1,43
mai	4,20	4,47	4,51	4,41	4,37	4,40	4,74	4,61	4,65	N/A	4,40	4,60	3,87	1,68
juin	4,55	4,80	4,86	4,82	4,73	4,73	5,19	4,95	5,07	N/A	4,74	4,96	4,08	1,76
juil.	4,50	4,78	4,85	4,80	4,69	4,69	5,14	4,92	5,03	N/A	4,69	4,95	3,97	1,61
août	4,22	4,49	4,58	4,56	4,39	4,40	4,88	4,57	4,79	N/A	4,40	4,69	3,88	1,46
sep.	4,10	4,46	4,56	4,57	4,33	4,35	4,88	4,54	4,81	NA	4,36	4,66	3,68	1,50
oct.	3,90	4,35	4,46	4,47	4,18	4,18	4,94	4,57	4,77	NA	4,24	4,56	3,78	1,51
nov.	3,57	4,20	4,25	4,13	4,05	3,94	5,06	4,44	4,61	NA	3,97	4,35	3,48	1,47
déc.	3,06	3,90	3,87	3,86	3,74	3,52	5,09	4,28	4,40	N/A	3,65	4,00	2,39	1,32
2009														
jan.	3,09	4,01	4,13	4,11	3,87	3,59	5,68	5,01	4,52	N/A	3,76	4,31	2,46	1,26

Source : Bloomberg et Bourse de Luxembourg pour les données relatives au Luxembourg.

1) Pour le Luxembourg, le rendement se réfère à la série OLUX-4 dont l'échéance finale se situe en mai 2007. L'échéance résiduelle de ces titres est dès lors inférieure à celle reprise pour les autres pays.

2) Pour les autres pays il s'agit du taux de rendement des emprunts publics ayant une échéance résiduelle de 10 ans.

Tableau 3.7

Indices boursiers (indices en points; valeurs moyennes de la période)

	LUXX ¹⁾	EuroStoxx Comp	S&P 500	Nikkei
2005				
jan.	1 314	273	1 181	11 388
fév.	1 367	280	1 204	11 741
mars	1 344	279	1 181	11 669
avril	1 308	268	1 157	11 009
mai	1 345	281	1 192	11 277
juin	1 378	291	1 191	11 584
juil.	1 450	304	1 234	11 900
août	1 440	301	1 220	12 414
sep.	1 491	315	1 229	13 574
oct.	1 478	305	1 207	13 607
nov.	1 545	316	1 249	14 872
déc.	1 637	329	1 248	16 111
2006				
jan.	1 846	343	1 280	16 650
fév.	1 882	353	1 281	16 205
mars	1 876	363	1 295	17 060
avril	1 872	362	1 311	16 906
mai	1 767	342	1 270	15 467
juin	1 824	343	1 270	15 505
juil.	1 865	346	1 277	15 457
août	1 929	358	1 304	16 141
sep.	2 006	368	1 336	16 128
oct.	2 130	379	1 378	16 399
nov.	2 101	380	1 401	16 274
déc.	2 177	396	1 418	17 226
2007				
jan.	2 262	404	1 438	17 383
fév.	2 303	397	1 407	17 604
mars	2 378	409	1 421	17 288
avril	2 409	426	1 482	17 400
mai	2 524	439	1 531	17 876
juin	2 532	435	1 503	18 138
juil.	2 418	418	1 455	17 249
août	2 389	414	1 474	16 569
sep.	2 449	420	1 527	16 786
oct.	2 505	432	1 549	16 738
nov.	2 330	417	1 481	15 681
déc.	2 419	415	1 468	15 308
2008				
jan.	2 101	361	1 379	13 592
fév.	2 164	357	1 331	13 603
mars	2 154	347	1 323	12 526
avril	2 337	366	1 386	13 850
mai	2 312	365	1 400	14 339
juin	1 991	322	1 280	13 481
juil.	1 847	316	1 267	13 377
août	1 854	319	1 283	13 073
sep.	1 411	283	1 166	11 260
oct.	1 033	238	969	8 577
nov.	980	222	896	8 512
déc.	981	223	903	8 860
2009				
jan.	928	207	826	7 994

Source : Bloomberg

1) Date de création du LUXX: 04.01.1999.

Tableau 3.8

Taux de change (unités nationales par euro; valeurs moyennes de la période)

	USD / EUR	JPY / EUR	CHF / EUR	GBP / EUR	SEK / EUR	DKK / EUR
2003						
jan.	1,08	129,19	1,47	0,65	9,25	7,44
fév.	1,08	127,62	1,46	0,69	9,17	7,43
mars	1,09	128,87	1,48	0,69	9,22	7,43
avril	1,12	132,94	1,52	0,70	9,12	7,43
mai	1,18	140,64	1,53	0,72	9,12	7,42
juin	1,15	137,91	1,56	0,70	9,20	7,43
juil.	1,12	135,38	1,54	0,70	9,23	7,43
août	1,10	128,42	1,54	0,70	9,18	7,42
sep.	1,17	129,98	1,54	0,70	9,04	7,43
oct.	1,16	127,46	1,55	0,68	9,08	7,44
nov.	1,20	131,50	1,55	0,70	9,05	7,44
déc.	1,26	135,00	1,56	0,71	9,05	7,45
2004						
jan.	1,25	131,89	1,57	0,68	9,21	7,45
fév.	1,25	136,29	1,58	0,67	9,23	7,45
mars	1,23	128,36	1,56	0,67	9,28	7,44
avril	1,20	132,35	1,55	0,67	9,16	7,44
mai	1,22	133,44	1,53	0,67	9,10	7,44
juin	1,22	132,67	1,52	0,67	9,16	7,43
juil.	1,20	133,84	1,54	0,66	9,22	7,44
août	1,22	133,01	1,54	0,68	9,13	7,44
sep.	1,24	136,85	1,55	0,69	9,04	7,44
oct.	1,28	135,38	1,53	0,70	9,05	7,43
nov.	1,33	136,84	1,52	0,70	8,93	7,43
déc.	1,36	139,10	1,55	0,71	9,03	7,44
2005						
jan.	1,30	135,18	1,55	0,69	9,11	7,44
fév.	1,32	138,38	1,54	0,69	9,06	7,44
mars	1,30	138,90	1,55	0,69	9,17	7,45
avril	1,29	134,84	1,54	0,67	9,18	7,45
mai	1,23	133,57	1,54	0,68	9,15	7,44
juin	1,21	134,28	1,55	0,68	9,46	7,45
juil.	1,21	136,37	1,56	0,69	9,42	7,46
août	1,23	136,57	1,55	0,68	9,33	7,46
sep.	1,20	136,51	1,56	0,68	9,31	7,46
oct.	1,20	139,58	1,55	0,68	9,54	7,46
nov.	1,18	141,23	1,55	0,68	9,52	7,45
déc.	1,18	139,48	1,56	0,69	9,41	7,46
2006						
jan.	1,22	142,46	1,55	0,68	9,22	7,46
fév.	1,19	138,01	1,56	0,68	9,43	7,46
mars	1,21	142,71	1,58	0,70	9,44	7,46
avril	1,26	143,78	1,56	0,69	9,28	7,46
mai	1,28	144,27	1,56	0,69	9,26	7,46
juin	1,28	146,37	1,56	0,69	9,21	7,46
juil.	1,28	146,39	1,57	0,68	9,21	7,46
août	1,28	150,42	1,58	0,67	9,28	7,46
sep.	1,27	149,76	1,58	0,68	9,29	7,46
oct.	1,28	149,29	1,59	0,67	9,22	7,46
nov.	1,32	153,35	1,59	0,67	9,07	7,45
déc.	1,32	157,13	1,61	0,67	9,04	7,46
2007						
jan.	1,30	157,29	1,62	0,66	9,05	7,46
fév.	1,32	156,85	1,61	0,67	9,25	7,45
mars	1,34	157,36	1,62	0,68	9,33	7,45
avril	1,36	163,05	1,65	0,68	9,14	7,45
mai	1,35	163,76	1,65	0,68	9,31	7,45
juin	1,35	166,80	1,65	0,67	9,25	7,44
juil.	1,37	162,30	1,64	0,67	9,21	7,44
août	1,36	157,79	1,65	0,68	9,40	7,45
sep.	1,43	163,78	1,66	0,70	9,18	7,45
oct.	1,45	167,23	1,68	0,70	9,20	7,45
nov.	1,46	162,80	1,66	0,71	9,36	7,46
déc.	1,46	163,00	1,65	0,73	9,44	7,46
2008						
jan.	1,49	158,18	1,61	0,75	9,47	7,45
fév.	1,52	157,46	1,58	0,76	9,36	7,45
mars	1,58	157,40	1,57	0,80	9,38	7,46
avril	1,56	162,36	1,62	0,79	9,35	7,46
mai	1,56	164,15	1,62	0,78	9,34	7,46
juin	1,58	167,32	1,61	0,79	9,47	7,46
juil.	1,56	168,39	1,63	0,79	9,44	7,46
août	1,47	159,65	1,62	0,81	9,46	7,46
sep.	1,41	149,56	1,58	0,79	9,76	7,46
oct.	1,27	125,30	1,48	0,79	9,89	7,45
nov.	1,27	121,22	1,54	0,83	10,28	7,45
déc.	1,40	126,70	1,49	0,95	10,94	7,44
2009						
jan.	1,28	115,23	1,49	0,88	10,69	7,45

Source : Bloomberg

Tableau 4.2

Situation de l'emploi dans les établissements de crédit luxembourgeois¹⁾ (en fin de période)

	Dirigeants			Employés			Ouvriers			Total du personnel			En % de l'emploi total ²⁾
	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	Hommes	Femmes	Total	
Total													
1993	2 127	354	2 481	6 753	7 449	14 202	68	116	184	8 948	7 919	16 867	91,0
1994	2 308	384	2 692	7 086	7 700	14 786	47	113	160	9 441	8 197	17 638	89,7
1995	2 541	452	2 993	7 297	7 797	15 094	49	119	168	9 887	8 368	18 255	90,9
1996	2 658	490	3 148	7 476	7 809	15 285	48	101	149	10 182	8 400	18 582	90,2
1997	2 774	549	3 323	7 646	8 033	15 679	44	89	133	10 464	8 671	19 135	89,2
1998	2 893	576	3 469	7 840	8 371	16 211	47	87	134	10 780	9 034	19 814	88,4
1999	3 119	670	3 789	8 362	8 961	17 323	34	51	85	11 515	9 682	21 197	88,4
2000	3 367	783	4 150	9 020	9 782	18 802	35	48	83	12 422	10 613	23 035	86,8
2001	3 592	918	4 510	9 232	10 057	19 289	33	62	95	12 857	11 037	23 894	85,1
2002	3 652	977	4 629	8 943	9 657	18 600	25	46	71	12 620	10 680	23 300	84,1
2003	3 720	1 048	4 768	8 479	9 202	17 681	24	40	64	12 223	10 290	22 513	83,5
2004	3 800	1 111	4 911	8 449	9 136	17 585	19	34	53	12 268	10 281	22 549	79,0
2005	3 945	1 182	5 127	8 642	9 397	18 039	20	38	58	12 607	10 617	23 224	78,2
2006	4 279	1 291	5 570	9 156	9 975	19 131	19	32	51	13 454	11 298	24 752	71,4
2007													
mars	4 576	1 414	5 990	9 063	10 056	19 119	36	32	68	13 675	11 502	25 177	71,0
juin	4 578	1 436	6 014	9 207	10 137	19 344	31	30	61	13 816	11 603	25 419	69,7
sep.	4 612	1 456	6 068	9 462	10 236	19 698	31	30	61	14 105	11 722	25 827	69,3
déc.	4 668	1 475	6 143	9 525	10 408	19 933	32	31	63	14 225	11 914	26 139	68,5
2008													
mars	4 877	1 612	6 489	9 516	10 462	19 978	15	31	46	14 408	12 105	26 513	67,4
juin	5 005	1 618	6 623	9 662	10 672	20 334	14	31	45	14 681	12 321	27 002	67,6
sep.	5 060	1 647	6 707	9 773	10 745	20 518	14	30	44	14 847	12 422	27 269	na
déc.	5 106	1 670	6 776	9 657	10 730	20 387	15	30	45	14 778	12 430	27 208	na
Luxembourgeois													
1993	720	154	874	3 593	3 669	7 262	36	24	60	4 349	3 847	8 196	48,6
1994	752	159	911	3 579	3 589	7 168	16	21	37	4 347	3 769	8 116	46,0
1995	805	157	962	3 622	3 552	7 174	16	20	36	4 443	3 729	8 172	44,8
1996	851	171	1 022	3 564	3 490	7 054	18	19	37	4 433	3 680	8 113	43,7
1997	877	183	1 060	3 498	3 416	6 914	18	17	35	4 393	3 616	8 009	41,9
1998	925	186	1 111	3 375	3 306	6 681	20	15	35	4 320	3 507	7 827	39,5
1999	923	203	1 126	3 342	3 305	6 647	15	9	24	4 280	3 517	7 797	36,8
2000	960	204	1 164	3 257	3 386	6 643	16	10	26	4 233	3 600	7 833	34,0
2001	994	223	1 217	3 163	3 314	6 477	12	12	24	4 169	3 549	7 718	32,3
2002	1 001	220	1 221	3 028	3 133	6 161	10	10	20	4 039	3 363	7 402	31,8
2003	978	230	1 208	2 908	2 983	5 891	10	7	17	3 896	3 220	7 116	31,6
2004	989	229	1 218	2 832	2 930	5 762	9	9	18	3 830	3 168	6 998	31,0
2005	1 015	230	1 245	2 720	2 842	5 562	9	8	17	3 744	3 080	6 824	29,4
2006	1 051	246	1 297	2 678	2 844	5 522	12	7	19	3 741	3 097	6 838	27,6
2007													
mars	1 120	284	1 404	2 826	2 979	5 805	26	6	32	3 972	3 269	7 241	28,8
juin	1 067	265	1 332	2 716	2 882	5 598	22	6	28	3 805	3 153	6 958	27,4
sep.	1 073	266	1 339	2 696	2 877	5 573	22	6	28	3 791	3 149	6 940	26,9
déc.	1 076	271	1 347	2 702	2 885	5 587	22	6	28	3 800	3 162	6 962	26,6
2008													
mars	1 162	321	1 483	2 743	2 956	5 699	7	6	13	3 912	3 283	7 195	27,1
juin	1 105	282	1 387	2 625	2 863	5 488	7	6	13	3 737	3 151	6 888	25,5
sep.	1 099	281	1 380	2 612	2 836	5 448	6	6	12	3 717	3 123	6 840	25,1
déc.	1 112	293	1 405	2 608	2 868	5 476	7	6	13	3 727	3 167	6 894	25,3

Etrangers													
1993	1 407	200	1 607	3 160	3 780	6 940	32	92	124	4 599	4 072	8 671	51,4
1994	1 556	225	1 781	3 507	4 111	7 618	31	92	123	5 094	4 428	9 522	54,0
1995	1 736	295	2 031	3 675	4 245	7 920	33	99	132	5 444	4 639	10 083	55,2
1996	1 807	319	2 126	3 912	4 319	8 231	30	82	112	5 749	4 720	10 469	56,3
1997	1 897	366	2 263	4 148	4 617	8 765	26	72	98	6 071	5 055	11 126	58,1
1998	1 968	390	2 358	4 465	5 065	9 530	27	72	99	6 460	5 527	11 987	60,5
1999	2 196	467	2 663	5 020	5 656	10 676	19	42	61	7 235	6 165	13 400	63,2
2000	2 407	579	2 986	5 763	6 396	12 159	19	38	57	8 189	7 013	15 202	66,0
2001	2 598	695	3 293	6 069	6 743	12 812	21	50	71	8 688	7 488	16 176	67,7
2002	2 651	757	3 408	5 915	6 524	12 439	15	36	51	8 581	7 317	15 898	68,2
2003	2 742	818	3 560	5 571	6 219	11 790	14	33	47	8 327	7 070	15 397	68,4
2004	2 811	882	3 693	5 617	6 206	11 823	10	25	35	8 438	7 113	15 551	69,0
2005	2 930	952	3 882	5 922	6 555	12 477	11	30	41	8 863	7 537	16 400	70,6
2006	3 228	1 045	4 273	6 478	7 131	13 609	7	25	32	9 713	8 201	17 914	72,4
2007													
mars	3 456	1 130	4 586	6 237	7 077	13 314	10	26	36	9 703	8 233	17 936	71,2
juin	3 511	1 171	4 682	6 491	7 255	13 746	9	24	33	10 011	8 450	18 461	72,6
sep.	3 539	1 190	4 729	6 766	7 359	14 125	9	24	33	10 314	8 573	18 887	73,1
déc.	3 592	1 204	4 796	6 823	7 523	14 346	10	25	35	10 425	8 752	19 177	73,4
2008													
mars	3 715	1 291	5 006	6 773	7 506	14 279	8	25	33	10 496	8 822	19 318	72,9
juin	3 900	1 336	5 236	7 037	7 809	14 846	7	25	32	10 944	9 170	20 114	74,5
sep.	3 961	1 366	5 327	7 161	7 909	15 070	8	24	32	11 130	9 299	20 429	74,9
déc.	3 994	1 377	5 371	7 049	7 862	14 911	8	24	32	11 051	9 263	20 314	74,7

Source: BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

2) Pour le sous-tableau «Total» il s'agit de l'effectif total dans les établissements de crédit luxembourgeois par rapport à l'emploi total dans les établissements de crédit, les professionnels du secteur financier et les sociétés de gestion luxembourgeois. En ce qui concerne les sous-tableaux «Luxembourgeois» et «Etrangers» il s'agit de l'effectif total de chacune de ces deux catégories par rapport à l'emploi total dans les établissements de crédit luxembourgeois.

Tableau 4.3

Origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg (en fin de période)

	Total	Luxembourg/ Belgique	Allemagne	Brésil	Chine	Danemark	Etats-Unis	France	Israël	Italie	Japon	Pays-Bas	Portugal	Grande- Bretagne	Suisse	Suède	Autres
2005																	
jan.	161	18	46	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	12
fév.	161	18	46	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	12
mars	162	18	46	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	13
avril	161	18	45	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	13
mai	161	18	45	3	3	2	6	16	3	15	5	3	4	6	13	6	13
juin	159	17	45	3	3	2	5	17	3	14	5	3	4	6	13	6	13
juil.	158	17	45	3	3	2	5	16	3	14	5	3	4	6	13	6	13
août	157	17	44	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13
sep.	157	17	44	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13
oct.	157	17	44	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13
nov.	156	16	44	3	3	2	5	15	3	14	5	4	4	6	13	6	13
déc.	155	16	43	3	3	2	5	15	3	15	5	4	4	6	13	6	12
2006																	
jan.	156	15	44	3	3	2	5	15	3	15	5	3	4	7	14	6	12
fév.	156	16	44	3	3	2	5	15	3	15	5	3	4	8	14	6	10
mars	155	16	44	3	3	2	5	15	3	15	5	3	4	8	14	6	9
avril	153	15	44	3	3	2	5	15	3	15	5	3	4	8	13	6	9
mai	152	15	44	3	3	2	5	14	3	15	5	3	4	8	13	6	9
juin	152	15	44	3	3	2	5	14	3	15	5	3	4	8	13	6	9
juil.	153	16	44	3	3	2	5	14	3	15	5	3	4	8	13	6	9
août	154	16	45	3	3	2	5	14	3	15	5	3	4	8	13	6	9
sep.	154	16	45	3	4	2	5	14	3	15	5	3	4	7	13	6	9
oct.	154	16	45	3	4	2	5	15	3	15	5	3	3	7	13	6	9
nov.	155	16	45	3	4	2	5	15	3	15	5	4	3	7	13	6	9
déc.	156	17	45	3	4	2	5	15	3	15	5	4	3	7	13	6	9
2007																	
jan.	156	17	45	3	4	2	5	15	3	15	5	4	3	7	13	6	9
fév.	156	18	45	3	4	2	5	15	3	15	5	4	3	6	13	6	9
mars	155	18	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9
avril	155	18	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9
mai	155	18	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9
juin	155	18	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9
juil.	157	20	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9
août	157	20	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	9
sep.	158	20	45	3	4	2	5	15	3	14	5	4	3	6	13	6	10
oct.	157	20	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10
nov.	157	20	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10
déc.	156	19	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10
2008																	
jan.	156	19	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10
fév.	156	19	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10
mars	156	19	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	13	6	10
avril	155	19	45	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	12	6	10
mai	155	21	43	3	4	2	5	15	3	13	5	4	3	6	12	6	10
juin	154	21	43	3	4	2	5	15	3	12	5	4	3	6	12	6	10
juil.	153	21	43	3	4	2	5	15	3	11	5	4	3	6	12	6	10
août	153	21	43	3	4	2	5	15	3	11	5	4	3	6	12	6	10
sep.	154	21	43	3	4	2	5	15	3	11	5	4	3	6	12	7	10
oct.	154	21	43	3	4	2	5	15	3	11	5	4	3	6	12	7	10
nov.	154	21	43	3	4	2	5	15	3	11	5	4	3	6	12	7	10
déc.	152	21	43	3	4	2	5	14	3	11	5	4	3	6	12	7	9

Source : CSSF

Tableau 4.4

Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit luxembourgeois ¹⁾²⁾³⁾

Résultat des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois

(en millions de EUR; données brutes)

	Rubrique des débits et des crédits	2007/03	2007/06	2007/09	2007/12	2008/03	2008/06	2008/09	2008/12
1	Produits d'intérêts	14 910	28 217	43 446	59 737	16 819	29 866	43 825	59 551
2	Revenus de valeurs mobilières	297	791	917	1 767	288	1 139	1 277	1 546
3	Intérêts bonifiés	13 839	26 264	40 518	55 576	15 433	27 513	40 154	53 683
4	Marge sur intérêts (1+2-3)	1 368	2 744	3 845	5 928	1 674	3 492	4 948	7 415
5	Revenus nets sur commissions	1 079	2 081	3 069	4 018	1 025	1 985	2 864	3 723
6	Revenus sur opérations de change	135	237	322	443	16	74	-106	291
7	Autres revenus nets	238	492	615	1 111	-107	-143	-638	-1 021
8	Revenus hors intérêts (5+6+7)	1 452	2 810	4 006	5 572	934	1 916	2 120	2 993
9	Produit bancaire	2 820	5 554	7 851	11 500	2 608	5 408	7 068	10 408
10	Frais de personnel	606	1 171	1 752	2 382	636	1 233	1 866	2 467
11	Frais d'exploitation	434	844	1 274	1 792	424	878	1 339	1 842
12	Frais de personnel et d'exploitation (10+11)	1 040	2 015	3 026	4 174	1 060	2 111	3 205	4 309
13	Amortissements sur immobilisé non financier	60	117	177	246	69	122	181	247
14	Résultats avant provisions, dépréciations et impôts (9-12-13)	1 720	3 422	4 648	7 080	1 479	3 175	3 681	5 851

Source : BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Il importe de noter que ces données se basent sur des rapports établis conformément aux instructions en vigueur jusqu'en décembre 2007 et de rapports établis conformément aux instructions en vigueur depuis janvier 2008. Afin de permettre la comparaison entre les données de l'année 2007 et celles de l'année 2008, les données ont été présentées dans un schéma identique. Il importe toutefois, de mentionner que les règles comptables sous-jacentes ont été modifiées en janvier 2008 (passage de la norme LuxGaap à la norme IAS/IFRS), ce qui rend une comparaison des données des années 2007 et 2008 très difficile. Finalement, il importe également de mentionner que certaines banques n'ont pas encore établi les rapports de l'année 2008 conformément aux instructions en vigueur depuis début 2008; ces banques ont établi les rapports conformément aux anciennes instructions.

3) Les rubriques « Revenus nets sur réalisations de titres » et « Impôts divers, taxes et redevances », reprises individuellement sur l'ancienne présentation, sont incluses dans la rubrique « Autres revenus nets ».

Tableau 4.7

Bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois ¹⁾ (en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

1. Actif

	Caisse			Créances			Portefeuille de titres autres que les actions			Parts d'OPC monétaires	Portefeuille d'actions			Portefeuille de participations			Actifs immobilisés	Autres créances	Total de l'actif
				sur les établissements de crédit	sur les administrations publiques	sur les autres secteurs	émis par des établissements de crédit	émis par des administrations publiques	émis par d'autres entités		émises par des établissements de crédit	émises par d'autres entités		émises par des établissements de crédit	émises par d'autres entités				
2006																			
avril	234	576 803	427 067	8 826	140 911	204 366	87 675	64 133	52 557	148	13 737	1 773	11 964	9 560	5 502	4 058	3 614	21 471	829 933
mai	219	579 391	428 205	8 622	142 564	205 633	87 811	64 591	53 231	61	14 225	1 768	12 457	9 677	5 619	4 058	3 627	21 793	834 626
juin	219	563 480	407 580	8 439	147 460	208 353	88 066	66 977	53 310	146	13 857	1 746	12 112	9 687	5 612	4 075	3 617	21 304	820 663
juil.	224	574 677	417 368	8 484	148 825	205 490	88 383	63 085	54 023	62	14 972	2 703	12 269	8 463	4 399	4 064	3 636	22 113	829 637
août	223	568 609	410 525	8 738	149 346	204 958	88 863	61 533	54 562	63	14 736	1 785	12 951	9 423	5 329	4 093	3 646	22 709	824 367
sep.	223	583 498	417 386	10 145	155 967	209 937	89 489	64 587	55 861	146	14 603	1 753	12 849	9 455	5 380	4 075	3 674	22 403	843 941
oct.	234	592 238	425 786	10 010	156 442	208 185	89 025	60 691	58 469	153	14 037	1 766	12 270	9 644	5 385	4 258	3 694	23 228	851 411
nov.	232	572 701	407 175	9 331	156 196	210 018	90 831	60 468	58 719	149	14 470	1 711	12 759	9 635	5 381	4 254	3 718	25 454	836 378
déc.	242	579 193	417 943	10 040	151 209	207 540	91 839	58 244	57 458	150	16 284	1 700	14 585	9 627	5 403	4 224	3 760	22 768	839 565
2007																			
jan.	228	595 622	430 724	10 127	154 771	212 528	94 591	59 339	58 598	175	16 628	1 797	14 831	9 448	4 523	4 924	3 776	22 782	861 187
fév.	221	590 133	425 558	9 448	155 127	211 660	94 017	58 838	58 805	72	9 149	1 800	7 349	9 443	5 494	3 949	3 796	22 131	846 605
mars	234	600 741	433 740	9 549	157 452	214 212	95 503	58 853	59 856	155	9 691	1 773	7 919	9 856	5 467	4 389	3 827	22 025	860 741
avril	233	608 049	438 771	9 333	159 945	212 453	95 568	56 797	60 088	151	10 177	1 795	8 381	9 889	5 374	4 515	3 834	21 981	866 767
mai	233	609 700	436 979	10 128	162 593	219 122	98 576	58 230	62 316	155	10 281	1 793	8 488	10 224	5 451	4 773	3 883	22 624	876 222
juin	231	615 614	440 925	9 322	165 367	219 166	99 051	58 296	61 819	155	9 333	1 767	7 566	10 409	5 464	4 944	3 914	22 160	880 982
juil.	245	622 275	444 732	9 381	168 162	217 918	97 719	57 003	63 196	156	9 122	1 764	7 359	11 643	5 566	6 078	3 943	22 185	887 487
août	255	618 278	438 912	8 826	170 541	221 341	97 545	55 678	68 119	149	9 331	1 769	7 562	11 547	5 568	5 979	4 043	23 230	888 174
sep.	240	635 704	453 342	8 667	173 695	222 600	99 173	54 148	69 279	101	9 146	1 720	7 426	11 541	5 711	5 830	4 070	23 490	906 892
oct.	253	664 709	480 841	8 685	175 183	223 675	100 747	54 425	68 502	113	9 819	1 686	8 134	11 525	5 650	5 876	4 081	24 075	938 251
nov.	233	669 220	480 737	8 767	179 716	221 272	100 772	48 650	71 850	106	9 610	1 649	7 961	10 831	5 633	5 198	4 081	25 391	940 744
déc.	261	651 032	455 682	8 475	186 875	215 932	98 900	46 799	70 233	97	9 879	1 631	8 247	10 792	4 891	5 901	4 063	23 393	915 448
2008																			
jan.	264	672 401	474 342	8 601	189 458	210 964	97 431	44 756	68 777	328	9 773	1 550	8 222	11 227	5 313	5 914	3 507	28 026	936 489
fév.	259	669 583	469 536	8 749	191 298	207 596	96 816	41 303	69 478	341	10 524	1 529	8 994	11 663	5 808	5 855	3 317	29 001	932 283
mars	284	675 216	471 096	9 611	194 508	208 992	95 565	44 333	69 094	589	9 555	840	8 716	11 552	5 888	5 664	3 284	29 447	938 920
avril	300	683 300	475 119	10 003	198 179	211 610	98 587	46 215	66 809	609	10 787	888	9 899	12 380	6 027	6 353	3 020	28 049	950 056
mai	281	686 390	478 797	9 539	198 054	212 831	98 026	44 828	69 977	640	10 619	858	9 761	12 406	6 042	6 364	2 959	28 571	954 698
juin	267	688 487	477 313	10 293	200 881	202 991	95 125	43 262	64 604	658	10 643	845	9 799	12 077	6 323	5 754	3 280	24 305	942 709
juil.	272	677 338	464 335	9 850	203 154	210 028	96 055	48 015	65 958	663	9 810	281	9 529	12 611	6 280	6 332	2 884	26 444	940 050
août	327	689 667	472 137	10 186	207 344	212 077	98 268	48 807	65 002	666	9 919	281	9 637	12 584	6 292	6 292	2 847	26 757	954 843
sep.	338	729 991	509 120	9 667	211 203	206 423	95 589	47 834	63 000	657	9 601	254	9 348	12 489	6 477	6 012	2 816	30 973	993 289
oct.	269	725 907	500 111	10 864	214 932	210 861	96 205	48 812	65 844	222	9 822	217	9 605	12 394	6 567	5 827	2 774	40 848	1 003 097
nov.	358	708 168	483 844	11 070	213 254	207 602	95 798	49 669	62 135	335	8 648	241	8 407	12 445	6 574	5 871	2 732	39 555	979 844
déc.	277	676 503	471 281	10 823	194 399	199 444	91 960	47 857	59 627	368	8 660	105	8 555	13 121	7 511	5 610	2 773	30 416	931 562

Source: BCL

¹⁾ Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2. Passif

	Dettes								Titres de création émis	Capital	Eléments assimilables au capital	Réserves	Provisions	Corrections de valeur	Résultats	Autres exigibilités	Total du passif		
	envers des établissements de crédit	envers les administrations publiques	envers les autres secteurs				Dépôts à vue	Dépôts à terme										Dépôts remboursables avec préavis	Pensions
2006																			
avril	680 378	390 575	10 022	279 781	90 300	169 835	18 051	1 596	86 923	10 816	7 455	13 596	3 166	4 715	3 952	18 932	829 933		
mai	682 948	399 236	13 073	270 639	88 730	160 592	19 453	1 864	88 642	10 926	7 437	13 577	3 206	4 695	3 955	19 239	834 626		
juin	671 486	392 887	11 030	267 569	88 584	160 508	16 694	1 783	86 023	10 929	7 458	13 693	3 139	4 717	4 047	19 171	820 663		
juil.	680 232	403 722	10 984	265 526	85 377	163 177	15 577	1 394	85 862	10 967	7 196	13 695	3 183	4 525	4 933	19 045	829 637		
août	672 348	391 696	11 789	268 864	87 725	164 558	15 343	1 238	87 039	10 984	7 264	13 711	3 238	4 479	5 137	20 167	824 367		
sep.	690 094	400 024	11 558	278 512	88 891	170 670	17 214	1 738	88 176	11 736	7 259	13 712	3 211	4 598	5 490	19 665	843 941		
oct.	692 671	397 525	12 453	282 693	84 479	178 808	17 583	1 823	89 149	11 736	7 159	13 715	3 292	4 582	6 064	23 044	851 411		
nov.	678 957	382 142	11 549	285 266	91 499	174 439	17 870	1 459	88 801	11 725	7 141	13 701	3 312	4 523	6 368	21 850	836 378		
déc.	682 891	386 088	12 069	284 735	91 310	171 036	20 479	1 909	90 043	11 207	7 202	13 595	3 202	4 586	7 042	19 798	839 565		
2007																			
jan.	702 667	403 396	11 615	287 657	102 536	162 308	21 176	1 637	90 726	11 224	7 252	13 720	3 294	4 580	7 294	20 430	861 187		
fév.	689 428	400 494	11 893	277 040	94 957	160 027	20 768	1 289	88 654	11 453	7 245	13 800	3 281	4 585	7 640	20 520	846 605		
mars	701 595	407 625	12 358	281 612	96 348	161 307	22 513	1 445	90 352	11 935	7 257	14 839	3 166	4 601	6 418	20 577	860 741		
avril	709 597	416 316	12 446	280 836	100 573	156 507	22 413	1 342	89 848	12 100	7 234	15 444	3 163	4 599	4 856	19 927	866 767		
mai	714 462	411 855	12 565	290 041	99 866	165 588	23 232	1 356	90 506	12 130	7 265	16 064	4 377	4 624	4 866	21 928	876 222		
juin	720 489	421 464	12 208	286 817	98 839	163 616	22 650	1 712	91 268	12 098	7 268	16 183	3 243	4 664	4 836	20 933	880 982		
juil.	725 164	419 750	11 771	293 643	102 252	166 752	22 751	1 888	92 881	12 909	7 238	15 795	3 303	4 806	5 016	20 376	887 487		
août	726 520	417 743	8 972	299 805	102 580	178 213	17 116	1 896	91 017	12 910	7 201	15 796	3 318	5 153	4 958	21 301	888 174		
sep.	742 741	437 050	10 186	295 505	101 650	174 743	17 746	1 366	92 148	12 897	7 221	15 793	3 368	5 069	5 267	22 388	906 892		
oct.	772 940	460 867	7 419	304 654	101 586	183 704	18 048	1 317	92 563	12 848	7 179	15 784	3 427	5 014	5 789	22 707	938 251		
nov.	771 410	458 895	6 921	305 594	110 837	172 621	20 393	1 743	94 467	12 844	7 231	15 775	3 475	4 761	5 749	25 033	940 744		
déc.	749 077	443 797	8 080	297 199	101 894	174 373	18 991	1 942	93 574	12 577	6 650	15 774	3 326	4 878	7 049	22 542	915 448		
2008																			
jan.	767 104	444 697	7 472	314 936	115 348	178 613	19 326	1 648	88 222	12 957	5 203	18 122	3 614	3 696	6 123	31 448	936 489		
fév.	768 751	458 339	7 215	303 197	106 418	176 815	17 928	2 036	80 893	13 756	5 059	18 314	3 660	4 195	5 220	32 437	932 283		
mars	776 475	464 147	7 856	304 471	116 389	166 493	19 262	2 327	81 850	13 904	5 370	17 680	3 813	4 993	3 813	31 023	938 920		
avril	785 392	467 112	7 787	310 493	111 857	175 103	20 610	2 922	83 184	13 913	4 939	19 303	3 654	4 335	2 903	32 433	950 056		
mai	789 434	477 599	8 338	303 497	110 479	170 758	19 343	2 918	83 902	13 876	6 096	17 705	3 754	4 214	3 715	32 002	954 698		
juin	779 430	471 231	7 721	300 478	111 256	168 119	18 659	2 444	85 146	13 873	5 175	18 434	3 771	4 610	3 482	28 789	942 709		
juil.	774 882	469 932	8 326	296 624	104 623	169 447	20 120	2 434	87 172	13 885	4 198	19 174	3 652	2 883	4 005	30 199	940 050		
août	785 839	475 453	8 026	302 360	101 900	178 922	19 163	2 375	89 299	13 832	3 987	19 406	3 547	2 931	4 917	31 087	954 843		
sep.	819 032	499 248	8 695	311 089	115 069	176 919	17 310	1 792	90 657	13 879	6 751	18 636	3 770	4 719	3 167	32 677	993 289		
oct.	819 254	503 637	9 415	306 202	109 163	178 489	17 102	1 448	90 430	13 868	6 345	18 829	3 524	3 631	2 896	44 319	1 003 097		
nov.	798 601	491 212	10 582	296 807	110 370	167 692	17 056	1 689	87 686	13 856	6 367	18 805	3 781	3 245	2 900	44 602	979 844		
déc.	765 870	479 178	9 575	277 117	114 656	144 098	16 759	1 604	80 062	14 540	3 085	21 051	3 434	3 451	2 472	37 596	931 562		

Source: BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Tableau 4.14

Evolution du nombre des OPC luxembourgeois¹⁾

	OPC à structure classique	OPC à compartiments		Nombre total d'OPC	Nombre total de compartiments	Nombre de compartiments monétaires
		Nombre d'OPC	Nombre de compartiments			
2005						
jan.	745	1 227	7 149	1 972	7 894	433
fév.	753	1 231	7 206	1 984	7 959	432
mars	752	1 235	7 212	1 987	7 964	429
avril	755	1 241	7 299	1 996	8 054	430
mai	753	1 252	7 354	2 005	8 107	433
juin	760	1 265	7 447	2 025	8 207	434
juil.	762	1 265	7 484	2 027	8 246	440
août	761	1 275	7 488	2 036	8 249	444
sep.	775	1 278	7 557	2 053	8 332	442
oct	766	1 286	7 638	2 052	8 404	447
nov.	765	1 295	7 698	2 060	8 463	452
déc.	762	1 298	7 735	2 060	8 497	449
2006						
jan.	758	1 294	7 790	2 052	8 548	452
fév.	770	1 310	7 856	2 080	8 626	450
mars	775	1 316	7 949	2 091	8 724	452
avril	778	1 325	8 004	2 103	8 782	459
mai	786	1 327	8 069	2 113	8 855	459
juin	794	1 336	8 115	2 130	8 909	458
juil.	803	1 347	8 207	2 150	9 010	455
août	806	1 352	8 252	2 158	9 058	452
sep.	813	1 357	8 309	2 170	9 122	447
oct.	831	1 370	8 403	2 201	9 234	446
nov.	851	1 378	8 556	2 229	9 407	444
déc.	851	1 387	8 622	2 238	9 473	451
2007						
jan.	867	1 393	8 696	2 260	9 563	468
fév.	877	1 401	8 760	2 278	9 637	468
mars	844	1 404	8 836	2 248	9 680	469
avril	857	1 419	8 936	2 276	9 793	469
mai	869	1 433	9 031	2 302	9 900	468
juin	893	1 459	9 149	2 352	10 042	468
juil.	918	1 489	9 276	2 407	10 194	468
août	942	1 518	9 394	2 460	10 336	466
sep.	958	1 543	9 457	2 501	10 415	467
oct.	1 030	1 588	9 614	2 618	10 644	469
nov.	1 122	1 639	9 802	2 761	10 924	464
déc.	1 180	1 688	9 935	2 868	11 115	463
2008						
jan.	1 207	1 725	10 055	2 932	11 262	471
fév.	1 219	1 753	10 168	2 972	11 387	473
mars	1 227	1 785	10 271	3 012	11 498	475
avril	1 256	1 827	10 346	3 083	11 602	466
mai	1 259	1 846	10 457	3 105	11 716	468
juin	1 279	1 874	10 518	3 153	11 797	465
juil.	1 314	1 906	10 650	3 220	11 964	462
août	1 345	1 939	10 765	3 284	12 110	463
sep.	1 356	1 966	10 878	3 322	12 234	467
oct.	1 364	1 987	10 936	3 351	12 300	476
nov.	1 359	2 005	11 015	3 364	12 374	483
déc.	1 352	2 020	10 973	3 372	12 325	483

Source: CCSF

¹⁾ Les compartiments monétaires sont ceux qui figurent sur la liste officielle des IFMs et qui correspondent donc aux critères de sélection repris dans le règlement BCE/2001/13.

Tableau 4.15

Evolution de la situation globale des OPC luxembourgeois (en millions de EUR)

	Nombre d'OPC	Actifs nets	Emissions de parts	Rachats de parts	Investissement net en capital ¹⁾	Variation des marchés financiers ²⁾	Variation mensuelle en termes bruts	Variation mensuelle en %	Variation annuelle en termes bruts	Variation annuelle en %
2002										
mars	1 923	967 726	60 256	54 378	5 878	12 760	18 638	2,0	105 026	12,2
juin	1 943	888 028	54 755	57 613	-2 858	-50 006	-52 864	-5,6	-30 372	-3,3
sep.	1 960	835 594	54 887	58 070	-3 183	-31 848	-35 031	-4,0	-6	0,0
déc.	1 941	844 508	76 287	77 980	-1 693	-32 027	-33 720	-3,8	-83 939	-9,0
2003										
jan.	1 952	835 475	80 533	70 230	10 303	-19 336	-9 033	-1,1	-112 137	-11,8
fév.	1 950	833 530	80 865	77 982	2 883	-4 828	-1 945	-0,2	-115 558	-12,2
mars	1 929	823 936	75 033	78 227	-3 194	-6 400	-9 594	-1,2	-143 790	-14,9
avril	1 924	845 525	80 600	74 800	5 800	15 789	21 589	2,6	-104 672	-11,0
mai	1 919	849 093	88 994	85 369	3 625	-57	3 568	0,4	-91 799	-9,8
juin	1 917	876 522	93 353	83 531	9 822	17 637	27 429	3,2	-11 506	-1,3
juil.	1 923	896 232	111 606	100 364	11 242	8 438	19 710	2,2	30 085	3,5
août	1 925	923 837	105 422	100 419	5 003	22 602	27 605	3,1	53 212	6,1
sep.	1 921	916 417	98 897	88 748	10 149	-17 569	-7 420	-0,8	80 823	9,7
oct.	1 901	941 755	108 342	99 558	8 784	16 554	25 338	2,8	88 037	10,3
nov.	1 902	940 272	83 249	83 249	6 436	-7 919	-1 483	-0,2	62 044	7,1
déc.	1 870	953 302	122 910	111 154	11 756	1 274	13 030	1,4	108 794	12,9
2004										
jan.	1 869	987 655	123 179	107 304	15 875	18 478	34 353	3,6	152 180	18,2
fév.	1 892	1 006 102	128 260	118 917	9 343	9 104	18 447	1,9	172 572	20,7
mars	1 898	1 032 772	143 838	129 565	14 273	12 397	26 670	2,7	208 836	25,3
avril	1 904	1 037 306	135 978	123 453	12 525	-7 991	4 534	0,4	191 781	22,7
mai	1 910	1 026 667	128 102	124 138	3 964	-14 603	-10 639	-1,0	177 574	20,9
juin	1 909	1 046 820	104 923	95 905	9 018	11 135	20 153	2,0	170 298	19,4
juil.	1 924	1 039 158	82 502	81 988	514	-8 176	-7 662	-0,7	142 926	15,9
août	1 936	1 053 042	89 469	79 205	10 264	3 620	13 884	1,3	129 205	14,0
sep.	1 944	1 058 925	87 741	83 583	4 158	1 725	5 883	0,6	142 508	15,6
oct.	1 955	1 072 059	98 232	85 226	13 006	128	13 134	1,2	130 304	13,8
nov.	1 963	1 090 842	112 740	102 030	10 710	8 073	18 783	1,8	150 570	16,0
déc.	1 968	1 106 222	125 572	115 491	10 081	5 299	15 380	1,4	152 920	16,0
2005										
jan.	1 972	1 146 585	132 396	111 039	21 357	19 006	40 363	3,6	158 930	16,1
fév.	1 984	1 179 205	131 990	110 800	21 190	11 430	32 620	2,8	173 103	17,2
mars	1 987	1 194 010	145 327	126 554	18 773	-3 968	14 805	1,3	161 238	15,6
avril	1 996	1 197 141	119 034	108 301	10 733	-7 602	3 131	0,3	159 835	15,4
mai	2 005	1 247 407	118 447	107 568	10 879	39 387	50 266	4,2	220 740	21,5
juin	2 025	1 289 787	136 681	121 521	15 160	27 220	42 380	3,4	242 967	23,2
juil.	2 027	1 337 565	131 992	105 908	26 084	21 694	47 778	3,7	298 407	28,7
août	2 036	1 360 997	128 421	107 026	21 395	2 037	23 432	1,8	307 955	29,2
sep.	2 053	1 423 551	148 166	119 744	28 422	34 132	62 554	4,6	364 626	34,4
oct.	2 052	1 413 998	150 708	132 449	18 259	-27 812	-9 553	-0,7	341 939	31,9
nov.	2 060	1 474 551	152 255	131 754	20 501	40 052	60 553	4,3	383 709	35,2
déc.	2 060	1 525 208	174 354	150 830	23 524	27 133	50 657	3,4	418 986	37,9
2006										
jan.	2 052	1 583 244	187 967	153 857	34 110	23 926	58 036	3,8	436 659	38,1
fév.	2 080	1 638 106	179 180	143 162	36 018	18 844	54 862	3,5	458 901	38,9
mars	2 091	1 675 260	180 980	144 539	36 441	7 113	37 154	2,3	481 250	40,3
avril	2 103	1 702 239	145 022	115 826	29 196	-2 217	26 979	1,6	505 098	42,2
mai	2 113	1 657 677	186 685	166 891	19 794	-64 356	-44 562	-2,6	410 270	32,9
juin	2 130	1 652 126	152 970	154 964	-1 994	-3 557	-5 551	-0,3	362 339	28,1
juil.	2 150	1 679 518	157 122	139 623	17 499	9 893	47 778	1,7	341 953	25,6
août	2 158	1 707 406	148 170	140 733	7 437	20 451	27 888	1,7	346 400	25,5
sep.	2 170	1 733 030	148 737	140 801	7 936	17 688	25 624	1,5	309 479	21,7
oct.	2 201	1 781 117	170 967	152 720	18 247	29 840	48 087	2,8	367 119	26,0
nov.	2 229	1 799 525	190 889	171 460	19 429	-1 021	60 553	1,0	324 974	22,0
déc.	2 238	1 844 850	189 456	172 225	17 231	28 094	50 657	2,5	319 642	21,0
2007										
jan.	2 260	1 895 810	202 905	172 156	30 749	20 211	50 960	2,8	312 566	19,7
fév.	2 278	1 908 707	192 655	163 572	29 083	-16 186	12 897	0,7	270 601	16,5
mars	2 248	1 927 360	224 309	217 931	6 378	12 275	18 653	1,0	252 100	15,0
avril	2 276	1 966 996	192 202	169 969	22 233	17 403	39 636	2,1	264 757	15,6
mai	2 302	2 024 662	219 453	197 875	21 578	36 088	57 666	2,9	366 985	22,1
juin	2 352	2 047 022	222 567	201 969	20 598	1 762	22 360	1,1	394 896	23,9
juil.	2 407	2 052 977	237 910	214 139	23 771	-17 816	5 955	0,3	373 459	22,2
août	2 460	2 035 294	256 708	256 542	166	-17 849	-17 683	-0,9	327 888	19,2
sep.	2 501	2 059 144	184 081	184 688	-607	24 457	23 850	1,2	326 114	18,8
oct.	2 618	2 123 519	246 780	222 150	24 630	39 745	64 375	3,1	342 402	19,2
nov.	2 761	2 063 797	239 348	232 488	6 860	-66 582	-59 722	-2,8	264 272	14,7
déc.	2 868	2 059 395	251 892	248 843	3 049	-7 451	-4 402	-0,2	214 545	11,6
2008										
jan.	2 932	1 951 141	309 275	316 855	-7 580	-100 674	-108 254	-5,3	55 331	2,9
fév.	2 972	1 962 845	264 684	255 657	9 027	2 677	11 704	0,6	54 138	2,8
mars	3 012	1 895 445	279 665	274 871	4 794	-72 194	-67 400	-3,4	-31 915	-1,7
avril	3 083	1 964 076	265 131	247 138	17 993	50 638	68 631	3,6	-2 920	-0,1
mai	3 105	1 996 959	252 128	236 419	15 709	17 174	32 883	1,7	-27 703	-1,4
juin	3 153	1 902 092	269 567	284 913	-15 346	-79 521	-94 867	-4,8	-144 930	-7,1
juil.	3 220	1 896 357	296 664	287 020	9 644	-15 379	-5 735	-0,3	-156 620	-7,6
août	3 284	1 917 993	266 293	263 144	3 149	18 487	21 636	1,1	-117 301	-5,8
sep.	3 322	1 796 696	384 039	412 401	-28 362	-92 934	-121 297	-6,3	-262 448	-12,7
oct.	3 351	1 647 028	502 440	571 549	-69 109	-80 558	-149 668	-8,3	-476 941	-22,4
nov.	3 364	1 604 237	398 247	405 120	-6 873	-35 918	-42 791	-2,6	-459 560	-22,3
déc.	3 371	1 559 653	443 969	454 206	-10 237	-34 347	-44 584	-2,8	-499 742	-24,3

Source: CSSF

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) Il s'agit de la variation mensuelle de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

Tableau 4.16

Bilan agrégé des OPC monétaires luxembourgeois ¹⁾ (en millions de EUR; données brutes; encours en fin de période)

1. Actif

	Créances			Portefeuille de titres autres que les actions			Parts d'OPC monétaires	Portefeuille d'actions			Autres créances	Total de l'actif		
	sur les établissements de crédit	sur les administrations publiques	sur les autres secteurs	émis par des établissements de crédit	émis par des administrations publiques	émis par d'autres entités		émises par des établissements de crédit	émises par d'autres entités					
2006														
oct.	25 429	25 303	0	125	165 810	88 012	13 289	64 509	104	37	0	37	4 351	195 731
nov.	22 936	22 807	0	130	164 870	87 062	12 899	64 909	90	32	0	32	4 603	192 532
déc.	22 628	22 562	0	66	163 952	84 688	13 422	65 842	161	28	2	27	3 473	190 242
2007														
jan.	22 531	22 396	0	135	175 761	93 328	13 180	69 254	207	33	2	32	5 644	204 176
fév.	24 684	24 552	0	132	176 027	92 303	10 955	72 769	206	50	3	47	5 373	206 340
mars	23 068	22 940	0	128	180 395	93 164	11 178	76 053	392	136	7	130	4 386	208 378
avril	26 066	25 957	0	108	180 767	94 931	8 414	77 423	389	141	25	116	5 336	212 699
mai	25 684	25 599	0	84	192 269	101 681	8 496	82 093	604	173	40	133	6 607	225 337
juin	27 508	27 471	0	37	195 251	101 382	10 593	83 275	103	138	40	98	5 184	228 183
juil.	28 146	28 113	0	33	201 372	104 659	9 418	87 296	132	149	49	101	5 186	234 986
août	44 079	44 061	0	18	194 474	101 169	9 806	83 499	151	143	40	103	6 814	245 661
sep.	48 172	48 104	0	68	190 405	99 323	9 700	81 382	82	150	46	104	6 933	245 742
oct.	51 192	51 140	0	52	196 383	108 595	10 653	77 135	249	203	89	114	5 559	253 586
nov.	50 267	50 232	0	35	197 914	110 318	11 786	75 809	316	206	92	114	8 830	257 532
déc.	58 833	58 803	0	30	187 532	105 315	10 995	71 221	314	223	92	131	6 740	253 641
2008														
jan.	58 662	58 600	0	63	207 248	118 738	11 499	77 011	120	275	130	145	8 408	274 713
fév.	57 288	57 272	0	16	214 669	129 791	9 541	75 337	141	253	125	127	6 292	278 643
mars	61 293	61 247	0	46	220 152	136 331	11 169	72 651	102	210	100	110	6 356	288 113
avril	69 009	68 977	0	31	225 477	147 459	11 747	66 271	114	220	104	116	7 245	302 065
mai	63 415	63 351	0	65	234 257	153 926	10 910	69 421	231	184	93	91	5 890	303 977
juin	62 922	62 747	0	175	229 919	152 870	10 778	66 271	306	160	84	76	5 435	298 741
juil.	77 039	76 959	0	79	230 555	148 523	11 153	70 879	281	170	97	73	5 691	313 735
août	77 959	77 959	0	0	240 672	154 589	13 077	73 006	360	174	97	77	6 123	325 287
sep.	82 562	82 383	0	178	235 745	156 389	14 346	65 010	466	170	85	85	7 652	326 595
oct.	105 232	104 976	0	256	229 104	147 733	18 238	63 133	330	109	26	83	7 562	342 337
nov.	115 978	115 904	0	74	228 182	147 739	21 363	59 080	465	87	23	64	7 602	352 315
déc.	105 718	105 660	0	59	228 513	148 062	29 628	50 823	230	269	14	255	5 493	340 223

2. Passif

	Dettes envers les établissements de crédit	Parts émises	Autres exigibilités	Total du passif
2006				
oct.	1 718	188 035	5 978	195 731
nov.	1 581	184 604	6 347	192 532
déc.	1 413	184 206	4 623	190 242
2007				
jan.	1 871	195 007	7 298	204 176
fév.	1 532	197 219	7 589	206 340
mars	1 631	200 493	6 254	208 378
avril	1 524	203 120	8 055	212 699
mai	1 812	215 903	7 622	225 337
juin	2 195	219 664	6 324	228 183
juil.	1 760	226 864	6 362	234 986
août	2 201	235 816	7 644	245 661
sep.	1 636	236 959	7 147	245 742
oct.	1 997	243 652	7 936	253 586
nov.	2 000	247 298	8 233	257 532
2008				
jan.	2 762	260 363	11 587	274 713
fév.	3 512	267 538	7 593	278 643
mars	2 305	278 414	7 393	288 113
avril	3 045	290 131	8 889	302 065
mai	3 774	292 674	7 529	303 977
juin	1 803	290 159	6 779	298 741
juil.	2 676	303 245	7 814	313 735
août	2 473	315 863	6 951	325 287
sep.	1 962	317 144	7 490	326 595
oct.	2 006	324 527	15 804	342 337
nov.	2 546	333 843	15 926	352 315
déc.	4 767	323 005	12 451	340 223

Source: BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations. Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

Tableau 5.1

Activité bancaire internationale : ventilation géographique ¹⁾²⁾³⁾ (en milliards de USD; données brutes; encours en fin de période)

1. Actifs

	Zones géographiques										Total
	Pays recensés	Etats-Unis, Canada	Japon, Australie	Autres pays développés	Centres «offshore»	Autres pays de l'Afrique et du Moyen Orient	Autres pays de l'Asie et du Pacifique	Autres pays de l'Europe	Autres pays d'Amérique Latine/ Caraïbes	Autres pays & Institutions Internationales	
Banques de la zone recensée ⁴⁾											
2001	4 314,2	1 027,0	321,2	76,2	426,5	89,9	82,8	141,9	110,6	111,2	6 701,5
2002	5 367,3	1 131,9	382,7	98,1	481,7	108,6	92,5	156,1	108,1	158,7	8 085,7
2003	7 323,6	1 361,2	429,7	20,0	539,6	124,2	118,2	218,3	99,4	199,8	10 433,9
2004	9 071,5	1 659,9	568,0	29,9	717,0	144,1	160,0	287,0	102,2	434,7	13 174,2
2005											
mars	9 426,2	1 759,0	494,6	33,2	724,5	145,1	172,0	302,0	101,2	399,2	13 557,0
juin	9 282,7	1 848,4	540,5	44,2	798,6	145,4	160,5	326,3	102,6	420,3	13 669,6
sep.	9 441,2	1 968,6	485,9	38,6	824,0	147,3	176,3	351,8	101,8	414,4	13 949,8
déc.	9 504,0	2 009,4	493,9	36,7	861,1	154,3	165,5	391,9	99,6	426,3	14 142,9
2006											
mars	10 567,4	2 240,4	481,7	41,3	879,0	170,6	188,1	438,9	112,5	452,0	15 571,8
juin	11 214,3	2 141,1	488,8	44,7	1 039,6	170,4	171,4	406,6	86,3	473,4	16 236,5
sep.	11 264,4	2 293,9	489,3	47,9	1 119,0	181,6	187,3	417,3	88,9	487,4	16 577,0
déc.	12 104,6	2 359,9	488,1	55,5	1 231,2	192,9	191,7	471,8	86,8	514,0	17 696,5
2007											
mars	13 450,7	2 643,4	501,2	59,5	1 290,4	201,5	216,7	510,8	97,2	549,5	19 520,9
juin	13 985,2	2 803,3	521,2	68,7	1 313,4	223,7	238,9	563,2	110,2	608,5	20 436,3
sep.	14 880,9	2 842,8	551,3	102,5	1 513,3	244,0	290,6	732,2	150,2	422,2	21 730,2
déc.	15 701,8	2 880,6	599,7	196,6	1 576,1	284,4	317,8	717,1	165,2	449,5	22 888,8
2008											
mars	17 015,1	3 015,3	703,9	217,0	1 593,7	310,8	353,7	803,2	173,9	495,6	24 682,2
juin	16 751,6	2 663,0	616,5	232,4	1 503,2	309,4	304,1	854,1	184,6	507,7	23 926,5
dont : établissements de crédit au Luxembourg											
2001	412,4	39,2	5,8	4,5	20,2	2,1	2,5	9,5	3,6	19,3	519,2
2002	529,1	37,6	8,0	5,2	24,0	2,2	2,4	9,1	3,0	21,1	641,9
2003	585,6	38,0	12,2	1,9	23,0	1,9	2,2	12,5	3,6	1,0	681,9
2004	661,4	35,6	17,6	2,9	25,0	2,6	2,2	14,3	2,5	33,8	797,9
2005											
mars	632,8	34,9	17,9	2,9	26,7	6,3	2,2	16,0	3,3	4,8	747,7
juin	618,5	38,2	17,1	3,2	26,8	5,0	2,5	15,4	2,7	5,0	734,4
sep.	621,3	43,0	15,7	3,5	31,7	2,1	2,6	17,0	2,9	5,8	745,6
déc.	620,8	43,3	18,8	4,0	35,5	2,2	2,9	19,7	2,8	6,9	756,9
2006											
mars	662,6	45,5	18,9	5,1	38,0	5,1	3,1	21,6	3,6	7,8	811,3
juin	702,1	51,5	18,3	5,0	38,2	3,9	4,0	18,4	3,6	8,5	853,6
sep.	705,7	61,2	20,4	5,7	39,8	3,6	4,7	18,7	2,9	9,0	871,6
déc.	726,9	59,5	16,0	7,3	53,6	3,5	4,7	17,8	2,4	9,3	901,1
2007											
mars	749,4	61,8	14,0	7,6	49,5	3,6	5,9	18,2	4,5	9,6	924,0
juin	768,7	65,7	11,8	8,6	55,3	3,7	5,6	19,5	3,3	9,8	952,1
sep.	819,7	70,4	13,6	10,0	69,2	3,8	6,5	30,3	4,1	0,9	1 028,4
déc.	852,2	69,5	10,1	14,7	67,1	4,4	6,3	30,5	7,7	1,4	1 063,8
2008											
mars	934,7	68,2	12,8	15,7	69,2	4,5	8,3	34,9	8,3	7,0	1 163,5
juin	909,1	67,5	12,6	16,8	61,6	4,4	7,8	35,8	7,3	1,5	1 124,4

Source : BRI et BCL

- 1) A la suite d'une nouvelle présentation des statistiques de la BRI, il s'est avéré indispensable de redéfinir le layout du présent tableau. Alors que la zone recensée n'a pas été modifiée, certaines zones géographiques ont fait l'objet d'une nouvelle définition. Ainsi, la comparaison avec l'ancien layout est possible pour la colonne «Total» et certaines des zones géographiques, alors qu'elle est impossible pour d'autres zone géographiques.
- 2) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.
- 3) Jusqu'en septembre 1998 cette statistique recense les actifs et les passifs des non-résidents libellés dans des devises étrangères. A partir du troisième trimestre de l'année 1994, les actifs et les passifs des résidents sont également inclus dans la statistique. Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelle que soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.
- 4) La zone recensée comprend les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, depuis 1977 Autriche, Danemark et Irlande, depuis fin 1983 Espagne, Finlande et Norvège (jusqu'en juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernesey, Jersey, Isle of Man.

2. Passifs

	Zones géographiques										
	Pays recensés	Etats-Unis, Canada	Japon, Australie	Autres pays développés	Centres «offshore»	Autres pays de l'Afrique et du Moyen Orient	Autres pays de l'Asie et du Pacifique	Autres pays de l'Europe	Autres pays d'Amérique Latine/ Caraïbes	Autres pays & Institutions Internationales	Total
Banques de la zone recensée 4)											
2001	3 561,3	906,1	214,8	64,1	716,8	233,6	94,5	117,7	81,8	925,5	6 916,2
2002	4 452,4	929,0	238,4	74,9	777,9	253,9	91,6	121,5	76,1	1 093,8	8 109,5
2003	5 967,2	1 036,8	236,4	35,5	896,9	287,2	113,0	152,0	87,1	1 470,3	10 282,2
2004	7 124,3	1 235,4	443,4	35,2	1 059,9	334,4	157,8	207,2	94,4	2 026,7	12 718,6
2005											
mars	7 464,8	1 310,5	284,1	35,0	1 039,9	347,9	166,0	227,4	101,0	2 030,7	13 007,4
juin	7 406,3	1 362,5	287,7	38,9	1 046,7	368,5	156,4	251,4	94,4	2 063,7	13 076,5
sep.	7 505,9	1 466,7	272,1	38,0	1 007,9	405,1	176,1	271,7	96,1	2 154,9	13 394,4
déc.	7 453,1	1 427,9	289,2	40,1	1 072,8	408,9	171,4	295,6	102,4	2 264,9	13 526,3
2006											
mars	8 161,8	1 609,5	312,2	44,3	1 169,3	447,0	191,9	335,8	108,3	2 473,8	14 853,9
juin	8 689,6	1 565,6	316,6	45,3	1 203,0	465,3	177,5	344,7	91,5	2 660,5	15 559,5
sep.	8 877,1	1 604,6	310,8	50,4	1 230,2	510,5	190,9	370,8	98,0	2 495,7	15 739,1
déc.	9 341,6	1 615,1	341,1	61,3	1 315,0	543,1	204,3	384,0	103,9	2 641,1	16 550,4
2007											
mars	10 351,1	1 817,8	390,6	60,3	1 408,7	561,9	222,7	423,3	102,3	2 864,4	18 203,2
juin	10 783,0	1 923,0	383,6	63,0	1 447,0	568,3	232,7	451,2	124,1	3 058,3	19 034,1
sep.	11 880,4	2 153,2	498,5	71,3	1 681,9	596,0	291,0	516,4	139,6	2 478,7	20 306,9
déc.	12 709,2	2 178,1	525,3	142,1	1 822,1	664,6	300,2	415,9	138,7	2 499,1	21 395,2
2008											
mars	13 961,0	2 464,2	613,6	156,3	1 924,8	679,6	265,8	416,3	158,9	2 742,1	23 382,6
juin	13 520,3	2 349,9	564,2	153,3	1 777,1	646,1	186,0	417,1	158,1	2 755,6	22 527,7
dont : établissements de crédit au Luxembourg											
2001	316,4	8,3	0,9	8,5	23,7	4,6	1,7	3,5	3,3	30,6	401,5
2002	384,4	15,1	1,2	9,3	27,6	4,9	1,8	2,2	3,1	36,2	485,8
2003	413,7	19,3	1,2	8,9	25,8	4,8	2,2	2,2	3,6	25,3	506,9
2004	426,8	9,8	1,4	9,4	28,5	4,4	1,6	2,7	3,8	35,3	523,7
2005											
mars	435,9	18,9	3,1	9,4	27,0	6,5	1,9	3,4	3,7	7,8	517,8
juin	426,3	17,9	2,0	9,5	24,5	5,9	2,2	3,3	3,9	8,0	503,3
sep.	425,7	18,2	4,2	10,1	26,2	4,1	1,8	4,3	3,9	35,0	533,4
déc.	431,2	16,2	3,3	10,7	25,9	4,6	2,0	4,5	3,8	36,6	538,8
2006											
mars	458,1	19,6	6,3	12,7	30,7	4,8	2,4	5,3	3,7	11,7	555,3
juin	483,5	19,7	3,2	12,8	31,1	4,5	2,0	2,6	4,0	12,6	575,9
sep.	488,0	14,9	8,6	13,6	32,6	4,9	2,4	3,0	3,8	13,8	585,5
déc.	494,1	15,2	6,0	16,5	41,2	5,3	2,5	8,0	4,5	13,8	607,0
2007											
mars	485,4	19,4	3,4	17,1	41,9	5,6	4,6	8,5	4,8	13,8	604,5
juin	501,6	17,9	4,1	18,4	42,4	6,3	5,6	7,9	4,7	14,6	623,5
sep.	558,7	15,0	4,3	21,5	53,9	6,3	5,7	9,8	5,5	4,1	684,9
déc.	596,4	16,9	3,8	28,8	53,3	7,0	6,9	8,9	5,3	5,3	732,6
2008											
mars	663,8	18,2	3,9	22,1	54,2	6,1	6,4	9,3	6,5	5,8	796,3
juin	607,9	17,0	3,9	23,3	61,2	6,5	5,4	8,9	6,6	4,9	745,4

Source : BRI et BCL

- 1) A la suite d'une nouvelle présentation des statistiques de la BRI, il s'est avéré indispensable de redéfinir le layout du présent tableau. Alors que la zone recensée n'a pas été modifiée, certaines zones géographiques ont fait l'objet d'une nouvelle définition. Ainsi, la comparaison avec l'ancien layout est possible pour la colonne «Total» et certaines des zones géographiques, alors qu'elle est impossible pour d'autres zones géographiques.
- 2) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.
- 3) Jusque septembre 1998 cette statistique recense les actifs et les passifs des non-résidents libellés dans des devises étrangères. A partir du troisième trimestre de l'année 1994, les actifs et les passifs des résidents sont également inclus dans la statistique. Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelle que soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.
- 4) La zone recensée comprend les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, depuis 1977 Autriche, Danemark et Irlande, depuis fin 1983 Espagne, Finlande et Norvège (jusque juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernesey, Jersey, Isle of Man.

Tableau 5.1 (suite)

Activité bancaire internationale : ventilation géographique ¹⁾²⁾³⁾ (en pourcent du total actif/passif; en fin de période)

1. Actifs

	Zones géographiques										
	Pays recensés	Etats-Unis, Canada	Japon, Australie	Autres pays développés	Centres «offshore»	Autres pays de l'Afrique et du Moyen Orient	Autres pays de l'Asie et du Pacifique	Autres pays de l'Europe	Autres pays d'Amérique Latine/ Caraïbes	Autres pays & Institutions Internationales	Total
Banques de la zone recensée ⁴⁾											
2001	64,4	15,3	4,8	1,1	6,4	1,3	1,2	2,1	1,7	1,7	100,0
2002	66,4	14,0	4,7	1,2	6,0	1,3	1,1	1,9	1,3	2,0	100,0
2003	70,2	13,0	4,1	0,2	5,2	1,2	1,1	2,1	1,0	1,9	100,0
2004	68,9	12,6	4,3	0,2	5,4	1,1	1,2	2,2	0,8	3,3	100,0
2005											
mars	69,5	13,0	3,6	0,2	5,3	1,1	1,3	2,2	0,7	2,9	100,0
juin	67,9	13,5	4,0	0,3	5,8	1,1	1,2	2,4	0,8	3,1	100,0
sep.	67,7	14,1	3,5	0,3	5,9	1,1	1,3	2,5	0,7	3,0	100,0
déc.	67,2	14,2	3,5	0,3	6,1	1,1	1,2	2,8	0,7	3,0	100,0
2006											
mars	67,9	14,4	3,1	0,3	5,6	1,1	1,2	2,8	0,7	2,9	100,0
juin	69,1	13,2	3,0	0,3	6,4	1,0	1,1	2,5	0,5	2,9	100,0
sep.	68,0	13,8	3,0	0,3	6,8	1,1	1,1	2,5	0,5	2,9	100,0
déc.	68,4	13,3	2,8	0,3	7,0	1,1	1,1	2,7	0,5	2,9	100,0
2007											
mars	68,9	13,5	2,6	0,3	6,6	1,0	1,1	2,6	0,5	2,8	100,0
juin	68,4	13,7	2,6	0,3	6,4	1,1	1,2	2,8	0,5	3,0	100,0
sep.	68,5	13,1	2,5	0,5	7,0	1,1	1,3	3,4	0,7	1,9	100,0
déc.	68,6	12,6	2,6	0,9	6,9	1,2	1,4	3,1	0,7	2,0	100,0
2008											
mars	68,9	12,2	2,9	0,9	6,5	1,3	1,4	3,3	0,7	2,0	100,0
juin	70,0	11,1	2,6	1,0	6,3	1,3	1,3	3,6	0,8	2,1	100,0
dont : établissements de crédit au Luxembourg											
2001	79,4	7,6	1,1	0,9	3,9	0,4	0,5	1,8	0,7	3,7	100,0
2002	82,4	5,9	1,2	0,8	3,7	0,3	0,4	1,4	0,5	3,3	100,0
2003	85,9	5,6	1,8	0,3	3,4	0,3	0,3	1,8	0,5	0,1	100,0
2004	82,9	4,5	2,2	0,4	3,1	0,3	0,3	1,8	0,3	4,2	100,0
2005											
mars	84,6	4,7	2,4	0,4	3,6	0,8	0,3	2,1	0,4	0,6	100,0
juin	84,2	5,2	2,3	0,4	3,6	0,7	0,3	2,1	0,4	0,7	100,0
sep.	83,3	5,8	2,1	0,5	4,2	0,3	0,3	2,3	0,4	0,8	100,0
déc.	82,0	5,7	2,5	0,5	4,7	0,3	0,4	2,6	0,4	0,9	100,0
2006											
mars	81,7	5,6	2,3	0,6	4,7	0,6	0,4	2,7	0,4	1,0	100,0
juin	82,3	6,0	2,1	0,6	4,5	0,5	0,5	2,2	0,4	1,0	100,0
sep.	81,0	7,0	2,3	0,7	4,6	0,4	0,5	2,1	0,3	1,0	100,0
déc.	80,7	6,6	1,8	0,8	6,0	0,4	0,5	2,0	0,3	1,0	100,0
2007											
mars	81,1	6,7	1,5	0,8	5,4	0,4	0,6	2,0	0,5	1,0	100,0
juin	80,7	6,9	1,2	0,9	5,8	0,4	0,6	2,0	0,3	1,0	100,0
sep.	79,7	6,8	1,3	1,0	6,7	0,4	0,6	2,9	0,4	0,1	100,0
déc.	80,1	6,5	0,9	1,4	6,3	0,4	0,6	2,9	0,7	0,1	100,0
2008											
mars	80,3	5,9	1,1	1,3	5,9	0,4	0,7	3,0	0,7	0,6	100,0
juin	80,8	6,0	1,1	1,5	5,5	0,4	0,7	3,2	0,6	0,1	100,0

Source : BRI et BCL

1) A la suite d'une nouvelle présentation des statistiques de la BRI, il s'est avéré indispensable de redéfinir le layout du présent tableau. Alors que la zone recensée n'a pas été modifiée, certaines zones géographiques ont fait l'objet d'une nouvelle définition. Ainsi, la comparaison avec l'ancien layout est possible pour la colonne «Total» et certaines des zones géographiques, alors qu'elle est impossible pour d'autres zone géographiques.

2) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

3) Jusque septembre 1998 cette statistique recense les actifs et les passifs des non-résidents libellés dans des devises étrangères. A partir du troisième trimestre de l'année 1994, les actifs et les passifs des résidents sont également inclus dans la statistique. Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelle que soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.

4) La zone recensée comprend les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, depuis 1977 Autriche, Danemark et Irlande, depuis fin 1983 Espagne, Finlande et Norvège (jusque juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernesey, Jersey, Isle of Man.

2. Passifs

	Zones géographiques											
	Pays recensés	Etats-Unis, Canada	Japon, Australie	Autres pays développés	Centres «offshore»	Autres pays de l'Afrique et du Moyen Orient	Autres pays de l'Asie et du Pacifique	Autres pays de l'Europe	Autres pays d'Amérique Latine/ Caraïbes	Autres pays & Institutions Internationales	Total	
Banques de la zone recensée ⁴⁾												
2001	51,5	13,1	3,1	0,9	10,4	3,4	1,4	1,7	1,2	13,4	100,0	
2002	54,9	11,5	2,9	0,9	9,6	3,1	1,1	1,5	0,9	13,5	100,0	
2003	58,0	10,1	2,3	0,3	8,7	2,8	1,1	1,5	0,8	14,3	100,0	
2004	56,0	9,7	3,5	0,3	8,3	2,6	1,2	1,6	0,7	15,9	100,0	
2005												
mars	57,4	10,1	2,2	0,3	8,0	2,7	1,3	1,7	0,8	15,6	100,0	
juin	56,6	10,4	2,2	0,3	8,0	2,8	1,2	1,9	0,7	15,8	100,0	
sep.	56,0	11,0	2,0	0,3	7,5	3,0	1,3	2,0	0,7	16,1	100,0	
déc.	55,1	10,6	2,1	0,3	7,9	3,0	1,3	2,2	0,8	16,7	100,0	
2006												
mars	54,9	10,8	2,1	0,3	7,9	3,0	1,3	2,3	0,7	16,7	100,0	
juin	55,8	10,1	2,0	0,3	7,7	3,0	1,1	2,2	0,6	17,1	100,0	
sep.	56,4	10,2	2,0	0,3	7,8	3,2	1,2	2,4	0,6	15,9	100,0	
déc.	56,4	9,8	2,1	0,4	7,9	3,3	1,2	2,3	0,6	16,0	100,0	
2007												
mars	56,9	10,0	2,1	0,3	7,7	3,1	1,2	2,3	0,6	15,7	100,0	
juin	56,7	10,1	2,0	0,3	7,6	3,0	1,2	2,4	0,7	16,1	100,0	
sep.	58,5	10,6	2,5	0,4	8,3	2,9	1,4	2,5	0,7	12,2	100,0	
déc.	59,4	10,2	2,5	0,7	8,5	3,1	1,4	1,9	0,6	11,7	100,0	
2008												
mars	59,7	10,5	2,6	0,7	8,2	2,9	1,1	1,8	0,7	11,7	100,0	
juin	60,0	10,4	2,5	0,7	7,9	2,9	0,8	1,9	0,7	12,2	100,0	
dont : établissements de crédit au Luxembourg												
2001	78,8	2,1	0,2	2,1	5,9	1,1	0,4	0,9	0,8	7,6	100,0	
2002	79,1	3,1	0,2	1,9	5,7	1,0	0,4	0,5	0,6	7,4	100,0	
2003	81,6	3,8	0,2	1,7	5,1	0,9	0,4	0,4	0,7	5,0	100,0	
2004	81,5	1,9	0,3	1,8	5,4	0,8	0,3	0,5	0,7	6,7	100,0	
2005												
mars	84,2	3,7	0,6	1,8	5,2	1,3	0,4	0,7	0,7	1,5	100,0	
juin	84,7	3,6	0,4	1,9	4,9	1,2	0,4	0,7	0,8	1,6	100,0	
sep.	79,8	3,4	0,8	1,9	4,9	0,8	0,3	0,8	0,7	6,6	100,0	
déc.	80,0	3,0	0,6	2,0	4,8	0,9	0,4	0,8	0,7	6,8	100,0	
2006												
mars	82,5	3,5	1,1	2,3	5,5	0,9	0,4	0,9	0,7	2,1	100,0	
juin	84,0	3,4	0,5	2,2	5,4	0,8	0,3	0,5	0,7	2,2	100,0	
sep.	83,3	2,5	1,5	2,3	5,6	0,8	0,4	0,5	0,6	2,4	100,0	
déc.	81,4	2,5	1,0	2,7	6,8	0,9	0,4	1,3	0,7	2,3	100,0	
2007												
mars	80,3	3,2	0,6	2,8	6,9	0,9	0,8	1,4	0,8	2,3	100,0	
juin	80,5	2,9	0,7	2,9	6,8	1,0	0,9	1,3	0,8	2,3	100,0	
sep.	81,6	2,2	0,6	3,1	7,9	0,9	0,8	1,4	0,8	0,6	100,0	
déc.	81,4	2,3	0,5	3,9	7,3	1,0	0,9	1,2	0,7	0,7	100,0	
2008												
mars	83,4	2,3	0,5	2,8	6,8	0,8	0,8	1,2	0,8	0,7	100,0	
juin	81,5	2,3	0,5	3,1	8,2	0,9	0,7	1,2	0,9	0,7	100,0	

Source : BRI et BCL

- 1) A la suite d'une nouvelle présentation des statistiques de la BRI, il s'est avéré indispensable de redéfinir le layout du présent tableau. Alors que la zone recensée n'a pas été modifiée, certaines zones géographiques ont fait l'objet d'une nouvelle définition. Ainsi, la comparaison avec l'ancien layout est possible pour la colonne «Total» et certaines des zones géographiques, alors qu'elle est impossible pour d'autres zones géographiques.
- 2) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.
- 3) Jusqu'en septembre 1998 cette statistique recense les actifs et les passifs des non-résidents libellés dans des devises étrangères. A partir du troisième trimestre de l'année 1994, les actifs et les passifs des résidents sont également inclus dans la statistique. Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelle que soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.
- 4) La zone recensée comprend les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, depuis 1977 Autriche, Danemark et Irlande, depuis fin 1983 Espagne, Finlande et Norvège (jusqu'en juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernesey, Jersey, Isle of Man.

Tableau 5.2

Activité bancaire internationale : ventilation par devise ¹⁾²⁾³⁾ (en milliards de USD; données brutes; encours en fin de période)

1. Actifs

	Unités monétaires							Total
	USD	GBP	XEU / EUR	CHF	JPY	Autres devises		
Banques de la zone recensée⁴⁾								
2002	2 482,3	518,5	4 108,0	245,9	352,4	378,6	8 085,7	
2003	2 923,3	806,8	5 588,3	271,3	410,1	434,2	10 433,9	
2004	3 532,8	982,7	7 082,7	307,4	497,8	770,6	13 174,2	
2005								
mars	3 708,5	1 071,0	7 294,9	297,6	445,2	739,8	13 557,0	
juin	3 889,3	1 032,0	7 206,6	313,5	464,9	763,4	13 669,6	
sep.	4 015,4	1 054,7	7 467,3	307,1	459,6	645,7	13 949,8	
déc.	4 163,9	1 110,2	7 385,4	308,0	476,7	698,6	14 142,9	
2006								
mars	5 036,6	1 215,1	8 095,0	387,9	456,5	380,7	15 571,8	
juin	4 590,4	1 385,9	8 661,4	367,9	458,4	772,5	16 236,5	
sep.	4 849,2	1 390,2	8 671,4	361,6	426,2	878,5	16 577,0	
déc.	5 079,6	1 570,2	9 298,0	389,6	420,1	939,0	17 696,5	
2007								
mars	5 464,0	1 924,7	10 191,4	422,2	454,7	1 063,8	19 520,9	
juin	5 778,7	2 017,9	10 672,7	425,7	467,9	1 073,3	20 436,3	
sep.	6 005,1	2 119,7	11 394,5	460,8	540,7	1 209,4	21 730,2	
déc.	6 064,3	2 317,5	12 174,5	485,1	597,7	1 249,8	22 888,8	
2008								
mars	6 262,6	2 385,9	13 381,2	573,3	746,0	1 333,2	24 682,2	
juin	5 977,7	2 202,7	13 303,2	565,4	577,1	1 300,4	23 926,5	
dont : établissements de crédit au Luxembourg								
2002	149,4	28,6	391,5	37,8	16,5	18,2	641,9	
2003	140,4	22,8	431,4	42,3	24,8	20,3	682,0	
2004	144,2	33,1	511,0	47,1	33,8	28,8	797,9	
2005								
mars	152,2	30,7	463,2	43,5	29,5	28,7	747,7	
juin	157,7	28,0	452,3	41,3	25,7	29,3	734,4	
sep.	166,0	36,3	462,8	42,5	24,4	13,6	745,6	
déc.	167,3	28,6	462,8	41,0	25,4	31,9	756,9	
2006								
mars	180,8	39,1	483,7	42,7	25,6	39,4	811,3	
juin	180,6	45,9	523,7	42,4	23,4	37,6	853,6	
sep.	192,6	46,3	523,2	44,5	25,9	39,2	871,6	
déc.	195,2	47,8	554,2	47,8	20,7	35,3	901,1	
2007								
mars	202,8	38,0	571,4	47,9	22,4	41,5	924,0	
juin	208,6	40,4	592,7	46,2	17,5	46,7	952,1	
sep.	213,6	39,1	659,0	48,3	18,3	50,1	1 028,4	
déc.	198,7	36,8	711,8	48,3	16,3	52,0	1 063,8	
2008								
mars	207,9	50,2	777,2	54,6	20,2	53,3	1 163,5	
juin	190,5	40,6	770,5	52,7	18,8	51,3	1 124,4	

Source : BRI et BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

2) Jusque septembre 1998 cette statistique recense les actifs et les passifs des non-résidents libellés dans des devises étrangères. A partir du troisième trimestre de l'année 1994, les actifs et les passifs des résidents sont également inclus dans la statistique. Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelle que soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.

3) A partir de décembre 1998 la colonne «XEU / EUR» reprend les opérations libellées dans l'euro ainsi que celles libellées dans les unités monétaires des pays ayant rejoint la zone euro.

4) La zone recensée comprend les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, depuis 1977 Autriche, Danemark et Irlande, depuis fin 1983 Espagne, Finlande et Norvège (jusque juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernesey, Jersey, Isle of Man.

2. Passifs

	Unités monétaires							Total
	USD	GBP	XEU / EUR	CHF	JPY	Autres devises		
Banques de la zone recensée⁴⁾								
2002	2 882,4	748,7	3 440,8	278,7	321,4	437,5	8 109,5	
2003	3 332,7	1 066,4	4 698,3	310,9	310,4	563,6	10 282,2	
2004	3 944,3	1 279,1	5 851,4	335,4	387,4	921,1	12 718,6	
2005								
mars	4 155,1	1 336,8	6 008,9	329,5	386,0	791,2	13 007,4	
juin	4 256,1	1 298,5	5 908,4	340,5	400,0	872,9	13 076,5	
sep.	4 401,1	1 334,5	6 156,5	322,7	396,1	783,5	13 394,4	
déc.	4 499,4	1 363,8	6 038,3	322,7	416,8	885,3	13 526,3	
2006								
mars	4 975,8	1 422,0	6 645,9	435,5	420,7	953,9	14 853,9	
juin	5 005,8	1 647,3	7 085,0	374,4	459,0	988,0	15 559,5	
sep.	5 297,9	1 630,8	6 972,4	357,0	401,8	1 079,2	15 739,1	
déc.	5 471,0	1 828,3	7 363,2	378,4	425,1	1 084,4	16 550,4	
2007								
mars	5 885,6	2 184,8	8 090,0	410,7	489,8	1 142,4	18 203,2	
juin	6 115,8	2 249,3	8 521,4	401,1	512,7	1 233,9	19 034,1	
sep.	6 442,7	2 411,0	9 098,7	421,3	584,0	1 349,3	20 306,9	
déc.	6 574,6	2 646,9	9 692,0	443,4	675,0	1 363,3	21 395,2	
2008								
mars	6 929,6	2 721,5	10 879,7	526,1	820,2	1 505,5	23 382,6	
juin	6 566,1	2 549,6	10 714,8	526,1	696,5	1 474,5	22 527,7	
dont : établissements de crédit au Luxembourg								
2002	137,0	24,6	274,7	27,7	5,9	16,0	485,8	
2003	127,0	28,9	308,8	24,7	4,9	13,6	508,0	
2004	113,3	26,6	335,3	23,7	4,3	20,4	523,7	
2005								
mars	127,9	26,4	310,7	23,7	7,9	21,1	517,8	
juin	129,2	24,5	298,5	24,8	4,4	21,9	503,3	
sep.	140,7	32,7	314,0	27,6	8,2	10,2	533,4	
déc.	137,0	26,7	314,0	25,8	9,0	26,3	538,8	
2006								
mars	145,2	37,9	308,8	23,6	11,7	28,0	555,3	
juin	143,1	36,8	333,9	24,9	10,5	26,6	575,9	
sep.	147,9	35,3	333,7	24,8	15,7	28,0	585,5	
déc.	147,9	35,9	358,6	27,7	11,5	25,5	607,0	
2007								
mars	149,2	34,1	352,5	29,7	10,2	28,8	604,5	
juin	148,9	35,5	366,4	29,4	9,1	34,3	623,5	
sep.	161,4	30,7	414,7	30,9	11,3	36,0	684,9	
déc.	160,9	26,8	458,5	35,7	12,3	38,5	732,6	
2008								
mars	152,4	41,0	513,9	39,8	10,5	38,7	796,3	
juin	156,8	28,1	468,7	44,2	10,1	37,5	745,4	

Source : BRI et BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

2) Jusque septembre 1998 cette statistique recense les actifs et les passifs des non-résidents libellés dans des devises étrangères. A partir du troisième trimestre de l'année 1994, les actifs et les passifs des résidents sont également inclus dans la statistique. Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelle que soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.

3) A partir de décembre 1998 la colonne «XEU / EUR» reprend les opérations libellées dans l'euro ainsi que celles libellées dans les unités monétaires des pays ayant rejoint la zone euro.

4) La zone recensée comprend les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, depuis 1977 Autriche, Danemark et Irlande, depuis fin 1983 Espagne, Finlande et Norvège (jusque juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernesey, Jersey, Isle of Man.

Tableau 5.2 (suite)

Activité bancaire internationale : ventilation par devise ¹⁾²⁾³⁾ (en pourcent du total actifs/passif, en fin de période)

1. Actifs

	Unités monétaires							Total
	USD	GBP	XEU / EUR	CHF	JPY	Autres devises		
Banques de la zone recensée⁴⁾								
2002	30,7	6,4	50,8	3,0	4,4	4,7	100,0	
2003	28,0	7,7	53,6	2,6	3,9	4,2	100,0	
2004	26,8	7,5	53,8	2,3	3,8	5,8	100,0	
2005								
mars	27,4	7,9	53,8	2,2	3,3	5,5	100,0	
juin	28,5	7,5	52,7	2,3	3,4	5,6	100,0	
sep.	28,8	7,6	53,5	2,2	3,3	4,6	100,0	
déc.	29,4	7,8	52,2	2,2	3,4	4,9	100,0	
2006								
mars	32,3	7,8	52,0	2,5	2,9	2,4	100,0	
juin	28,3	8,5	53,3	2,3	2,8	4,8	100,0	
sep.	29,3	8,4	52,3	2,2	2,6	5,3	100,0	
déc.	28,7	8,9	52,5	2,2	2,4	5,3	100,0	
2007								
mars	28,0	9,9	52,2	2,2	2,3	5,4	100,0	
juin	28,3	9,9	52,2	2,1	2,3	5,3	100,0	
sep.	27,6	9,8	52,4	2,1	2,5	5,6	100,0	
déc.	26,5	10,1	53,2	2,1	2,6	5,5	100,0	
2008								
mars	25,4	9,7	54,2	2,3	3,0	5,4	100,0	
juin	25,0	9,2	55,6	2,4	2,4	5,4	100,0	
dont : établissements de crédit au Luxembourg								
2002	23,3	4,4	61,0	5,9	2,6	2,8	100,0	
2003	20,6	3,3	63,2	6,2	3,6	3,0	100,0	
2004	18,1	4,1	64,0	5,9	4,2	3,6	100,0	
2005								
mars	20,3	4,1	61,9	5,8	3,9	3,8	100,0	
juin	21,5	3,8	61,6	5,6	3,5	4,0	100,0	
sep.	22,3	4,9	62,1	5,7	3,3	1,8	100,0	
déc.	22,1	3,8	61,1	5,4	3,4	4,2	100,0	
2006								
mars	22,3	4,8	59,6	5,3	3,2	4,9	100,0	
juin	21,2	5,4	61,4	5,0	2,7	4,4	100,0	
sep.	22,1	5,3	60,0	5,1	3,0	4,5	100,0	
déc.	21,7	5,3	61,5	5,3	2,3	3,9	100,0	
2007								
mars	22,0	4,1	61,8	5,2	2,4	4,5	100,0	
juin	21,9	4,2	62,3	4,8	1,8	4,9	100,0	
sep.	20,8	3,8	64,1	4,7	1,8	4,9	100,0	
déc.	18,7	3,5	66,9	4,5	1,5	4,9	100,0	
2008								
mars	17,9	4,3	66,8	4,7	1,7	4,6	100,0	
juin	16,9	3,6	68,5	4,7	1,7	4,6	100,0	

Source : BRI et BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

2) Jusque septembre 1998 cette statistique recense les actifs et les passifs des non-résidents libellés dans des devises étrangères. A partir du troisième trimestre de l'année 1994, les actifs et les passifs des résidents sont également inclus dans la statistique. Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelle que soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.

3) A partir de décembre 1998 la colonne «XEU / EUR» reprend les opérations libellées dans l'euro ainsi que celles libellées dans les unités monétaires des pays ayant rejoint la zone euro.

4) La zone recensée comprend les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, depuis 1977 Autriche, Danemark et Irlande, depuis fin 1983 Espagne, Finlande et Norvège (jusque juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernesey, Jersey, Isle of Man.

2. Passifs

	Unités monétaires							Total
	USD	GBP	XEU / EUR	CHF	JPY	Autres devises		
Banques de la zone recensée⁴⁾								
2002	35,5	9,2	42,4	3,4	4,0	5,4	100,0	
2003	32,4	10,4	45,7	3,0	3,0	5,5	100,0	
2004	31,0	10,1	46,0	2,6	3,0	7,2	100,0	
2005								
mars	31,9	10,3	46,2	2,5	3,0	6,1	100,0	
juin	32,5	9,9	45,2	2,6	3,1	6,7	100,0	
sep.	32,9	10,0	46,0	2,4	3,0	5,8	100,0	
déc.	33,3	10,1	44,6	2,4	3,1	6,5	100,0	
2006								
mars	33,5	9,6	44,7	2,9	2,8	6,4	100,0	
juin	32,2	10,6	45,5	2,4	2,9	6,3	100,0	
sep.	33,7	10,4	44,3	2,3	2,6	6,9	100,0	
déc.	33,1	11,0	44,5	2,3	2,6	6,6	100,0	
2007								
mars	32,3	12,0	44,4	2,3	2,7	6,3	100,0	
juin	32,1	11,8	44,8	2,1	2,7	6,5	100,0	
sep.	31,7	11,9	44,8	2,1	2,9	6,6	100,0	
déc.	30,7	12,4	45,3	2,1	3,2	6,4	100,0	
2008								
mars	29,6	11,6	46,5	2,2	3,5	6,4	100,0	
juin	29,1	11,3	47,6	2,3	3,1	6,5	100,0	
dont : établissements de crédit au Luxembourg								
2002	28,2	5,1	56,5	5,7	1,2	3,3	100,0	
2003	25,0	5,7	60,8	4,9	1,0	2,7	100,0	
2004	21,6	5,1	64,0	4,5	0,8	3,9	100,0	
2005								
mars	24,7	5,1	60,0	4,6	1,5	4,1	100,0	
juin	25,7	4,9	59,3	4,9	0,9	4,3	100,0	
sep.	26,4	6,1	58,9	5,2	1,5	1,9	100,0	
déc.	25,4	5,0	58,3	4,8	1,7	4,9	100,0	
2006								
mars	26,2	6,8	55,6	4,3	2,1	5,0	100,0	
juin	24,9	6,4	58,0	4,3	1,8	4,6	100,0	
sep.	25,3	6,0	57,0	4,2	2,7	4,8	100,0	
déc.	24,4	5,9	59,1	4,6	1,9	4,2	100,0	
2007								
mars	24,7	5,6	58,3	4,9	1,7	4,8	100,0	
juin	23,9	5,7	58,8	4,7	1,5	5,5	100,0	
sep.	23,6	4,5	60,5	4,5	1,6	5,3	100,0	
déc.	22,0	3,7	62,6	4,9	1,7	5,3	100,0	
2008								
mars	19,1	5,2	64,5	5,0	1,3	4,9	100,0	
juin	21,0	3,8	62,9	5,9	1,4	5,0	100,0	

Source : BRI et BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

2) Jusque septembre 1998 cette statistique recense les actifs et les passifs des non-résidents libellés dans des devises étrangères. A partir du troisième trimestre de l'année 1994, les actifs et les passifs des résidents sont également inclus dans la statistique. Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelle que soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.

3) A partir de décembre 1998 la colonne «XEU / EUR» reprend les opérations libellées dans l'euro ainsi que celles libellées dans les unités monétaires des pays ayant rejoint la zone euro.

4) La zone recensée comprend les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, depuis 1977 Autriche, Danemark et Irlande, depuis fin 1983 Espagne, Finlande et Norvège (jusqu'en juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernesey, Jersey, Isle of Man.

Tableau 5.3

Activité bancaire internationale : part du Luxembourg ¹⁾²⁾ (en milliards de USD; en fin de période)

1. Actifs

	Banques de la zone recensée ³⁾			dont établissements de crédit au Luxembourg			Part du Luxembourg	
	Total	dont à l'égard du secteur non bancaire		Total	dont à l'égard du secteur non bancaire		Total; colonne 5	dont à l'égard du
	en milliards de USD	en milliards de USD	colonne 3 en % de la colonne 2	en milliards de USD	en milliards de USD	colonne 6 en % de la colonne 5	en % de la colonne 2	secteur non bancaire; colonne 6 en % de la colonne 3
2001								
mars	6 642,7	2 340,2	35,2	497,3	191,5	38,5	7,5	8,2
juin	6 435,2	2 315,7	36,0	488,2	183,5	37,6	7,6	7,9
sep.	6 779,5	2 444,6	36,1	519,0	198,4	38,2	7,7	8,1
déc.	6 701,5	2 433,8	36,3	519,2	199,8	38,5	7,7	8,2
2002								
mars	6 758,2	2 552,3	37,8	498,8	191,4	38,4	7,4	7,5
juin	7 438,4	2 808,7	37,8	562,1	214,7	38,2	7,6	7,6
sep.	7 587,7	2 848,3	37,5	598,7	216,9	36,2	7,9	7,6
déc.	8 085,7	2 920,4	36,1	641,9	231,2	36,0	7,9	7,9
2003								
mars	8 494,7	3 146,7	37,0	606,6	223,5	36,8	7,1	7,1
juin	9 125,6	3 343,8	36,6	618,1	206,3	33,4	6,8	6,2
sep.	9 215,1	3 513,9	38,1	629,9	214,5	34,0	6,8	6,1
déc.	10 433,9	4 023,4	38,6	681,9	229,6	33,7	6,5	5,7
2004								
mars	11 460,3	4 140,8	36,1	682,0	230,9	33,9	6,0	5,6
juin	11 570,2	4 176,3	36,1	674,5	229,1	34,0	5,8	5,5
sep.	11 940,5	4 402,3	36,9	683,0	225,5	33,0	5,7	5,1
déc.	13 174,2	5 210,3	39,5	797,9	278,4	34,9	6,1	5,3
2005								
mars	13 557,0	5 271,3	38,9	747,7	248,8	33,3	5,5	4,7
juin	13 669,6	5 293,8	38,7	734,4	242,5	33,0	5,4	4,6
sep.	13 949,8	5 467,7	39,2	745,6	255,9	34,3	5,3	4,7
déc.	14 142,9	4 443,9	31,4	756,9	271,8	35,9	5,4	6,1
2006								
mars	15 571,8	6 117,9	39,3	811,3	285,3	35,2	5,2	4,7
juin	16 236,5	6 397,1	39,4	853,6	305,7	35,8	5,3	4,8
sep.	16 577,0	6 424,8	38,8	871,6	319,2	36,6	5,3	5,0
déc.	17 696,5	6 891,9	38,9	901,1	318,8	35,4	5,1	4,6
2007								
mars	19 520,9	8 498,5	43,5	924,0	330,9	35,8	4,7	3,9
juin	20 436,3	7 874,7	38,5	952,1	342,0	35,9	4,7	4,3
sep.	21 730,2	8 340,7	38,4	1 028,4	370,9	36,1	4,7	4,4
déc.	22 888,8	8 710,9	38,1	1 063,8	375,9	35,3	4,6	4,3
2008								
mars	24 682,2	9 141,5	37,0	1 163,5	411,5	35,4	4,7	4,5
juin	23 926,5	8 981,3	37,5	1 124,4	383,9	34,1	4,7	4,3

Source : BRI et BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

2) Jusqu'en septembre 1998, cette statistique recense les actifs et les passifs des non-résidents libellés dans des devises étrangères. À partir du troisième trimestre de l'année 1994, les actifs et les passifs des résidents sont également inclus dans la statistique. Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelque soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.

3) La zone recensée comprend les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, depuis 1977 Autriche, Danemark et Irlande, depuis fin 1983 Espagne, Finlande et Norvège (jusqu'en juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernesey, Jersey, Isle of Man

2. Passifs

	Banques de la zone recensée ³⁾			dont établissements de crédit au Luxembourg			Part du Luxembourg	
	Total	dont à l'égard du secteur non bancaire		Total	dont à l'égard du secteur non bancaire		Total; colonne 5 en % de la colonne 2	dont à l'égard du secteur non bancaire; colonne 6 en % de la colonne 3
	en milliards de USD	en milliards de USD	colonne 3 en % de la colonne 2	en milliards de USD	en milliards de USD	colonne 6 en % de la colonne 5		
2001								
mars	6 907,2	1 666,4	24,1	381,8	135,0	35,4	5,5	8,1
juin	6 729,2	1 629,0	24,2	382,7	126,2	33,0	5,7	7,7
sep.	7 034,2	1 719,7	24,4	389,0	137,7	35,4	5,5	8,0
déc.	6 916,2	1 747,1	25,3	401,5	146,5	36,5	5,8	8,4
2002								
mars	6 943,8	1 822,7	26,2	381,9	139,0	36,4	5,5	7,6
juin	7 521,2	1 966,6	26,1	430,4	158,4	36,8	5,7	8,1
sep.	7 637,0	1 996,5	26,1	462,0	153,9	33,3	6,0	7,7
déc.	8 109,5	2 064,3	25,5	485,8	164,3	33,8	6,0	8,0
2003								
mars	8 573,1	2 196,9	25,6	456,3	160,3	35,1	5,3	7,3
juin	9 084,4	2 297,7	25,3	461,2	172,8	37,5	5,1	7,5
sep.	9 207,5	2 384,6	25,9	464,7	173,9	37,4	5,0	7,3
déc.	10 282,2	2 870,0	27,9	506,9	186,4	36,8	4,9	6,5
2004								
mars	11 046,3	2 892,6	26,2	508,0	188,6	37,1	4,6	6,5
juin	11 120,2	2 834,9	25,5	500,2	178,8	35,7	4,5	6,3
sep.	11 527,4	2 986,0	25,9	504,5	189,0	37,5	4,4	6,3
déc.	12 718,6	3 463,2	27,2	523,7	208,5	39,8	4,1	6,0
2005								
mars	13 007,4	3 522,6	27,1	517,8	173,3	33,5	4,0	4,9
juin	13 076,5	3 490,2	26,7	503,3	159,8	31,7	3,8	4,6
sep.	13 394,4	3 559,0	26,6	533,4	186,4	34,9	4,0	5,2
déc.	13 526,3	3 506,7	25,9	538,8	181,1	33,6	4,0	5,2
2006								
mars	14 853,9	3 750,5	25,2	555,3	177,5	32,0	3,7	4,7
juin	15 559,5	4 018,6	25,8	575,9	171,9	29,9	3,7	4,3
sep.	15 739,1	4 144,0	26,3	585,5	181,3	31,0	3,7	4,4
déc.	16 550,4	4 326,2	26,1	607,0	200,5	33,0	3,7	4,6
2007								
mars	18 203,2	4 963,4	27,3	604,5	187,1	30,9	3,3	3,8
juin	19 034,1	4 834,8	25,4	623,5	191,4	30,7	3,3	4,0
sep.	20 306,9	5 127,5	25,2	684,9	199,7	29,2	3,4	3,9
déc.	21 395,2	5 307,3	24,8	732,6	207,6	28,3	3,4	3,9
2008								
mars	23 382,6	5 789,2	24,8	796,3	226,9	28,5	3,4	3,9
juin	22 527,7	5 847,9	26,0	745,4	219,4	29,4	3,3	3,8

Source : BRI et BCL

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations.

2) Jusque septembre 1998 cette statistique recense les actifs et les passifs des non-résidents libellés dans des devises étrangères. A partir du troisième trimestre de l'année 1994 les actifs et les passifs des résidents sont également inclus dans la statistique. Depuis mars 1999, cette statistique recense les actifs et passifs des non-résidents quelque soit l'unité monétaire dans laquelle les opérations sont libellées.

3) La zone recensée comprend les pays suivants : Allemagne, Belgique, France, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse, depuis 1977 Autriche, Danemark et Irlande, depuis fin 1983 Espagne, Finlande et Norvège (jusque juin 2007), depuis juin 2000 Portugal, depuis décembre 2003 Grèce, Guernsey, Jersey, Isle of Man

Tableau 10.1

Balance des paiements du Luxembourg: résumé ^{1) 2) 3)} (en millions de EUR, données brutes)

	Compte des transactions courantes						Compte de capital	Compte des opérations financières									Erreurs et Omissions
	Solde	Marchandises	Services	Rémunération des salariés	Revenus des investissements	Transferts courants		Solde	Investissements directs ⁴⁾		Investissements de portefeuille		Produits financiers dérivés	Autres investissements		Avoirs de réserves	
									A l'étranger	Au Luxembourg	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
2002	2 526	-2 220	8 615	-3 278	-280	-310	-95	-2 668	-133 517	122 341	7 026	70 389	-1 452	-46 327	-21 089	-38	237
1 ^{er} trim.	1 140	-200	2 477	-764	-267	-106	-10	-537	-27 800	23 921	1 873	31 496	-236	-20 823	-8 937	-29	-593
2 ^e trim.	911	-441	2 210	-813	134	-179	-56	-1 250	-10 848	6 078	5 541	28 535	-620	-40 292	10 343	13	396
3 ^e trim.	262	-700	1 811	-778	50	-122	-29	-398	-6 465	4 845	6 869	-2 472	-1 822	29 689	-31 017	-25	164
4 ^e trim.	213	-880	2 117	-923	-197	96	0	-483	-88 405	87 497	-7 257	12 831	1 226	-14 901	8 522	3	270
2003	2 103	-2 640	8 806	-3 474	-42	-547	-125	-1 962	-88 399	79 037	-69 724	87 009	5 275	-28 758	13 692	-94	-16
1 ^{er} trim.	370	-576	2 185	-807	-173	-259	-39	-927	-16 219	16 457	-17 721	9 482	-982	797	7 258	1	596
2 ^e trim.	2	-637	2 117	-851	-503	-124	-46	-142	-27 540	22 114	-17 717	20 746	5 268	-12 523	9 570	-59	186
3 ^e trim.	747	-658	2 051	-824	263	-85	-29	-395	-19 434	16 516	-22 452	26 642	-905	5 020	-5 766	-16	-323
4 ^e trim.	984	-770	2 453	-991	372	-80	-12	-497	-25 205	23 949	-11 833	30 139	1 894	-22 053	2 631	-19	-474
2004	3 254	-2 862	10 468	-3 866	380	-866	-617	-2 808	-67 678	63 335	-69 713	111 215	-2 638	-93 406	56 083	-5	171
1 ^{er} trim.	1 184	-516	2 776	-895	130	-311	-395	-368	-8 741	6 716	-15 923	25 372	2 274	-30 038	19 962	11	-421
2 ^e trim.	-35	-874	2 618	-951	-540	-289	-36	-363	-9 522	7 449	4 535	21 285	-4 026	-29 383	9 289	10	434
3 ^e trim.	1 027	-693	2 387	-905	451	-214	-87	-660	-14 286	12 438	-32 954	17 796	-2 122	3 418	15 043	7	-279
4 ^e trim.	1 079	-779	2 687	-1 116	339	-52	-99	-1 417	-35 130	36 732	-25 371	46 762	1 236	-37 403	11 790	-33	437
2005	3 324	-3 390	13 065	-4 253	-1 156	-942	884	-4 300	-100 206	93 420	-214 684	253 919	-2 767	-154 186	120 165	39	92
1 ^{er} trim.	1 211	-646	3 220	-978	-85	-300	1 087	-2 736	-11 425	13 855	-54 379	61 418	1 185	-28 121	14 726	6	438
2 ^e trim.	226	-924	3 083	-1 049	-859	-24	-47	-128	-10 654	8 202	-45 634	46 226	483	-61 404	62 641	11	-51
3 ^e trim.	1 037	-512	3 027	-1 000	-117	-360	-54	-1 055	-25 188	23 141	-60 589	76 661	-570	-24 405	9 903	-8	73
4 ^e trim.	850	-1 307	3 735	-1 227	-95	-257	-101	-381	-52 939	48 222	-54 082	69 613	-3 865	-40 256	32 896	30	-367
2006	3 543	-3 473	16 486	-4 848	-3 572	-1 049	-275	-3 509	-88 259	99 788	-143 289	202 283	8 070	-212 053	129 928	24	240
1 ^{er} trim.	1 128	-754	4 188	-1 118	-789	-400	-31	-792	-12 264	11 824	-90 596	98 358	-170	-49 490	41 516	30	-304
2 ^e trim.	655	-816	4 038	-1 200	-1 416	50	-109	-963	-17 154	9 595	-14 577	42 295	-597	-38 236	17 724	-14	417
3 ^e trim.	1 170	-705	3 816	-1 144	-382	-414	-37	-1 603	-27 610	51 790	-12 496	6 746	5 056	-61 653	36 559	6	470
4 ^e trim.	590	-1 199	4 444	-1 386	-985	-285	-98	-151	-31 231	26 578	-25 620	54 884	3 781	-62 674	34 129	2	-342
2007 (p)	3 572	-3 489	19 732	-5 558	-5 391	-1 723	-120	-3 578	-180 433	135 575	-128 050	227 586	11 105	-181 877	112 455	61	126
1 ^{er} trim. (p)	1 185	-680	5 002	-1 283	-1 377	-477	-15	-698	-36 954	42 907	-40 746	66 722	-1 220	-44 484	13 070	7	-472
2 ^e trim. (p)	1 283	-824	4 703	-1 376	-2 242	-384	-33	491	-21 603	11 706	-39 814	58 167	9 256	-43 018	25 799	-1	-335
3 ^e trim. (p)	1 280	-914	4 745	-1 313	-780	-458	-27	-1 721	-55 284	16 351	-18 368	64 143	-5 683	-38 961	36 096	-14	468
4 ^e trim. (p)	1 230	-1 070	5 282	-1 586	-993	-404	-45	-1 650	-66 592	64 612	-29 122	38 554	8 752	-55 413	37 490	70	465
2008																	
1 ^{er} trim. (p)	1 157	-749	5 063	-1 470	-1 064	-623	-49	-1 667	-51 768	40 351	10 347	-4 397	-2 547	-37 196	43 881	-339	560
2 ^e trim. (p)	-5	-955	4 967	-1 542	-2 018	-456	-34	-174	4 117	-9 735	-2 445	24 342	81	-12 705	-3 934	105	214
3 ^e trim. (p)	348	-1 351	4 469	-1 445	-784	-541	-70	-507	202	5 523	23 166	-21 909	-5 393	-23 447	21 447	-96	229

Source: BCL/STATEC

(p) = provisoire

1) Les données ont été révisées pour tenir compte de nouvelles informations, 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.

3) Pour les avoirs de réserve, un signe négatif indique une augmentation, un signe positif une diminution.

4) Les investissements directs des Entités Financières Spécialisées (Special Purpose Entities en anglais ou SPE en sigle) sont inclus et représentent une fraction d'environ 85 % du total des investissements directs. Les SPE sont des entités regroupant diverses catégories de sociétés financières non-bancaires telles que les sociétés Holdings, les auxiliaires financiers et les autres intermédiaires financiers.

Tableau 11.1

Position extérieure globale du Luxembourg: résumé ¹⁾²⁾ (en millions de EUR)

	Total			Investissements directs ³⁾			Investissements de portefeuille			Produits financiers dérivés	Autres investissements			Avoirs de réserves
	Position nette	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements	Solde	Avoirs	Engagements		Solde	Avoirs	Engagements	
2002	26 585	1 910 089	1 883 504	-10 847	479 808	490 655	-56 782	880 510	937 292	6 295	87 748	542 193	454 445	171
2003	35 992	2 182 862	2 146 870	-22 515	585 882	608 396	-3 120	1 055 585	1 058 705	-4 413	65 793	534 197	468 404	247
2004														
1 ^{er} trim.	24 457	2 300 272	2 275 816	-20 325	595 335	615 660	-36 732	1 123 776	1 160 508	-6 879	88 151	576 437	488 285	242
2 ^e trim.	28 150	2 328 904	2 300 754	-18 537	605 097	623 634	-49 299	1 115 774	1 165 072	-5 737	101 490	602 171	500 681	233
3 ^e trim.	26 142	2 361 605	2 335 463	-29 947	619 416	649 363	-22 432	1 148 392	1 170 823	-5 012	83 309	587 219	503 910	223
4 ^e trim.	31 372	2 464 470	2 433 098	-48 067	649 556	697 623	-32 890	1 186 634	1 219 524	-4 913	117 000	621 588	504 588	243
2005														
1 ^{er} trim.	30 532	2 581 335	2 550 803	-36 118	664 740	700 858	-61 731	1 247 031	1 308 762	-2 592	130 728	660 534	529 806	245
2 ^e trim.	32 964	2 771 827	2 738 863	-25 881	683 125	709 006	-77 893	1 339 264	1 417 157	-3 037	139 526	740 853	601 327	249
3 ^e trim.	34 251	2 949 073	2 914 822	-19 717	711 527	731 244	-85 674	1 457 998	1 543 672	-2 550	141 932	770 464	628 533	260
4 ^e trim.	38 533	3 148 389	3 109 856	-13 825	759 689	773 514	-87 418	1 560 499	1 647 918	3 996	135 544	812 590	677 046	236
2006														
1 ^{er} trim.	42 326	3 359 738	3 317 412	-21 473	769 861	791 333	-61 878	1 719 901	1 781 778	2 981	122 490	855 417	732 927	206
2 ^e trim.	42 501	3 361 553	3 319 053	-13 956	786 646	800 602	-83 252	1 675 689	1 758 941	4 659	134 837	882 975	748 138	213
3 ^e trim.	39 834	3 517 312	3 477 478	-40 906	812 491	853 397	-71 374	1 754 773	1 826 147	544	151 362	937 924	786 562	208
4 ^e trim.	41 366	3 663 950	3 622 584	-47 194	826 839	874 033	-74 455	1 846 950	1 921 405	-1 085	163 900	980 664	816 765	202
2007														
1 ^{er} trim. (p)	44 607	3 802 091	3 757 484	-67 168	858 563	925 731	-76 350	1 914 450	1 990 800	4 652	183 279	1 018 056	834 777	194
2 ^e trim. (p)	39 871	3 972 166	3 932 296	-60 133	876 109	936 242	-80 506	2 031 152	2 111 657	-4 870	185 186	1 053 519	868 333	192
3 ^e trim. (p)	34 697	4 045 965	4 011 268	-16 656	934 626	951 281	-174 047	1 982 665	2 156 712	2 218	222 971	1 116 809	893 837	209
4 ^e trim. (p)	37 956	4 136 500	4 098 544	-14 881	991 875	1 006 756	-192 918	1 958 160	2 151 077	-7 039	252 654	1 176 759	924 106	140
2008														
1 ^{er} trim. (p)	34 008	4 042 462	4 008 454	-13 100	1 026 141	1 039 240	-196 718	1 813 293	2 010 011	-3 446	246 811	1 191 083	944 272	461
2 ^e trim. (p)	43 443	4 075 878	4 032 435	-22 109	1 029 297	1 051 406	-188 817	1 824 962	2 013 780	-337	254 339	1 201 982	947 643	366
3 ^e trim. (p)	38 957	4 048 086	4 009 129	-44 209	1 031 598	1 075 807	-163 589	1 748 246	1 911 835	4 201	242 050	1 250 232	1 008 182	505

Source: BCL

(p) = provisoire

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Les soldes se calculent comme la différence entre les avoirs et les engagements.

3) Les investissements directs des Entités Financières Spécialisées (Special Purpose Entities en anglais ou SPE en sigle) sont inclus et représentent une fraction d'environ 90 % de la position totale des investissements directs. Les SPE sont des entités regroupant diverses catégories de sociétés financières non-bancaires telles que les sociétés Holdings, les auxiliaires financiers et les autres intermédiaires financiers.

**4 ACTUALITÉS**

1	Actualités : decentralisation and specialisation in the eurosystem	144
1.1	Introduction	144
1.2	Decentralisation in principle	146
1.2.1	Decentralisation as operational principle	147
1.2.2	Decentralisation as federal principle	148
1.3	Decentralisation in practice	152
1.3.1	Basic Eurosystem tasks	152
1.3.2	Other central bank tasks	160
1.4	Conclusion	162
2	Règlements de la Banque centrale du Luxembourg	164
	Règlement BCL 2008/1	164
	Règlement BCL 2008/2	164
	Règlement BCL 2009/3	164
3	Liste des circulaires de la BCL	165
4	Publications de la BCL	169
4.1	Bulletin de la BCL	169
4.2	Rapport Annuel de la BCL	169
4.3	Cahier d'études de la Banque centrale du Luxembourg	170
4.4	Brochures de la Banque centrale du Luxembourg	172
4.5	Matériel d'information de la BCL sur l'euro	172
4.6	Publications et présentations externes du personnel de la BCL	173
4.6.1	Publications	173
4.6.2	Présentations externes	173
5	Publications de la Banque centrale européenne (BCE)	174
5.1	Rapport Annuel de la BCE / <i>ECB Annual Report</i>	174
5.2	Bulletin mensuel de la BCE / <i>ECB Monthly Bulletin</i>	174
5.3	Etudes ad hoc / <i>Occasional Paper Series</i>	174
5.4	Etudes / <i>Working Paper Series</i>	174
5.5	Brochures d'information / <i>Information brochures</i>	175
6	Liste des abréviations / <i>List of Abbreviations</i>	176



1 ACTUALITÉS

DECENTRALISATION AND SPECIALISATION IN THE EUROSISTEM

By Etienne de Lhoneux, Secretary General of the Banque centrale du Luxembourg

Conference "10 years of European Monetary Union: a Legal perspective" held in Frankfurt, organised by European Central Bank

1.1 INTRODUCTION

"There is no doubt that the principle of decentralisation is one of the essential defining features of the ESCB's legal framework"¹.

Both independence and decentralisation are common features of modern central banking in large areas.² If the Eurosystem and the US Federal System are organised in a decentralised manner, clear differences exist between, on the one side, the US district banks and, on the other side, the EU national central banks.³

The role of the NCBs

The Eurosystem composed of the European Central Bank (ECB) and of the national central banks (NCBs) of the euro area is a complex and very innovative public institution. Acting through its members, the system is by nature decentralised.

In order to illustrate the importance of decentralisation within the system, the number of ECB staff (+/- 1 300) can be compared with the +/- 50 000 staff among the 16 participating NCBs.⁴ We may also observe that the ECB balance sheet represents (only) an average of 10% of the consolidated balance sheet of the whole Eurosystem.

According to various Statute provisions, Eurosystem activities are carried out by "the ECB and national central banks"; this implies that, as will be confirmed by the Lisbon Treaty, all Eurosystem central banks have to work together for the realisation of its tasks.

Before the creation of the Eurosystem, all NCBs were qualified as decentralised services ("services publics décentralisés") in their national context; they were subject to national legislation and governmental control. In the course of their long histories, all NCBs have been nationalised, notwithstanding the fact that some of them remain, at least partially, governed by company law (as in Belgium, Greece and Italy).

1 F. J. Priego & F. Conledo, The role of the decentralisation principle in the legal construction of the European System of Central Banks, in: Legal Aspects of the European System of Central Banks, Liber Amicorum Paolo Zamboni Garavelli, ECB, 2005, p. 190]; already in the first stages of the discussion on the EMU, it became clear for the leading actors that they were thinking of a federal system, including the existing national central banks, and so corresponding to the institutional diversity in Europe and strengthening the central bank independence, see C.C.A van den Berg, The Making of the Statute of the European System of Central Banks, An application of checks and balances, Amsterdam 2004, in particular Cluster II, "Checks and balances between the ECB and the NCBs (the relations within the System)" pp.306 and following. For the description of the functioning of the Eurosystem, we may refer to the numerous publications available on the websites of the respective Central Banks; see, in particular, P. Moutot, A. Jung and F.P. Mongelli, The Workings of the Eurosystem, ECB Occasional Paper, n°79, January 2008, 67 p.; available on the ECB website: <http://www.ecb.int>

2 "Even if the institutional models feature different degrees of decentralisation, decentralisation as such entails two major assets. First, by the proximity it induces, it facilitates surveillance by intense information gathering as well as close information dissemination to the public. In other words, proximity helps the public's confidence along. Second, decentralisation arouses innovative thinking through competition in fields like operational matters, research as well as policy matters", according to Governor Yves Mersch, in a speech at Würzburg on 11 May 2001 "The Eurosystem and the Federal Reserve System: some reflections"(text available at the Banque centrale du Luxembourg).

3 Numerous presentations and comments are available; see a.o. Le Federal Reserve System, by Jean-Victor Louis, Annexe II "Vers un système européen de banques centrales, Projet de dispositions organiques, Ed. de l' Université de Bruxelles, pp. 267-308.

4 Nevertheless, ECB staff is increasing progressively while NCB staff is decreasing

As public establishments, they were regulated by specific legislation, under the control of the Government. Any control by national government is now incompatible with their independence regime. From the moment they became independent central banks, free from national governmental control, they became an integral part of the Eurosystem, subject to its specific governance regime.

The Treaty provides explicitly that the Eurosystem is governed by the ECB decision-making bodies⁵.

The Eurosystem “composed of the ECB and the NCBs”⁶ incorporates but maintains the NCBs in their previous national legal format, together with the newly created European Central Bank. The doctrine underlines the dual character of the NCBs as national institutions that are also an integral part of the Eurosystem according to Article 14.3 of the ESCB Statute.

Each Eurosystem central bank has its own legal personality. Only in specific cases⁷ are NCBs acting on behalf of the ECB. They are not subsidiaries of the ECB, quite the opposite, they are the sole shareholders of the ECB⁸.

Contrary to the US, for instance, the centre has no institutional budgetary power vis-à-vis the periphery. NCBs remain national public bodies with their own capacity and their own institutional, personal, organisational, financial and budgetary autonomy; they could not be transformed into mere agents or branches of the ECB.⁹

The progressive development of the Eurosystem

The Eurosystem has a single decision-making process. The ECB Governing Council has the supreme responsibility for the whole system but the operations are mainly conducted by the NCBs. Operationally, the periphery is more significant than the centre.

The legal analysis can hardly be limited to the provisions of the ESCB Statute, in view of their general and evolutionary character.

We need to proceed by an incremental approach considering how concretely the various tasks have been carried out by the Eurosystem central banks since the start of its operations on 1 January 1999. After ten years, the Eurosystem is still very young, subject to progressive development.

The Treaty and the Statute define the basic features of the organisation of the Eurosystem but entrust it with a wide autonomy for the performance of its tasks, through the intervention of all its members, at the discretion of the Governing Council.

5 Article 107 § 3 repeated in Article 8 of the ESCB Statute: “The ESCB shall be governed by the decision-making bodies of the ECB which shall be the Governing Council and the Executive Board.”

6 See reference under 2)

7 For instance for the management of foreign reserve assets of the ECB, for the collection of statistics in accordance with EC Regulation n° 2533/98, or for the enforcement of sanctions according to Council Regulation (EC) n° 2532/98 of 23 November 1998.

8 Article 28.2 of the Statute: “The national central banks shall be the sole subscribers to and holders of the capital of the ECB”.

9 The NCBs are the sole shareholders of the ECB while in the US the district banks can be considered as subsidiaries of the FED Federal reserve; contrary to the FED the ECB does not approve the appointments of presidents and some Reserve Bank’s directors, the majority in the Governing Council comes from the periphery, while the FOMC is composed of seven members of the Federal Reserve Board and five out of twelve presidents of Regional Banks on a rotating basis. In the ECB Governing Council, there are since 1 January 2009 16 NCBs’ Governors and 6 Executive Board members, each with one voting right (the rotation system for the voting rights of the NCBs governors in the Governing Council, as provided for in the new Article 10.2 of the ESCB Statute shall start only from the date the number of those governors exceeds 18, in accordance with a recent Decision of the ECB Governing Council, adopted at the majority of two-thirds of all its members, on 18 December 2008 [ECB/2008/29]).



Decentralisation versus specialisation

The title of this contribution as proposed by the organisers, combines decentralisation and specialisation. This is quite appropriate.

Specialisation can be considered as part of the decentralisation mechanism, just as decentralisation can be seen as a kind of specialisation.

Central banks, as public services, are all subject to the strict respect of the specialisation principle according which they shall carry out their tasks imposed by their organic law using the instruments made available to them by the law.

The Statute does not foresee a specialisation regime for NCBs inside the Eurosystem.

It can even be argued that a mandatory specialisation of NCBs is not in line with the¹⁰ Treaty. All NCBs have to be treated equally inside the system; it means that the ECB decision-making bodies could not impose different tasks on specific national central banks.

Each NCB is territorially specialised; it acts in its country. Contrary to the US, the Eurosystem has as many jurisdictions as euro area Member States.

Nevertheless, the possibility exists to organise, in respect of the principle of non-discrimination and on a voluntary basis, different levels of execution for different tasks by different central banks.

NCBs may agree among themselves to cooperate or to mandate one of them for providing services. The Eurosystem may also entrust certain tasks to specific central banks but only if there is a general agreement.

The discussion on decentralisation necessarily includes the problematic of the possible ways for further centralisation or specialisation.

It would be wrong to focus simply on the inevitable tensions between the centre and the periphery; a total centralisation of tasks by the ECB is legally impossible for the obvious reason that the system shall, according to the Treaty, always include the NCBs.

Centralisation should not be seen as benefiting only the ECB and decentralisation should not to be assimilated, in all cases, to "Hub and spokes" model. Various discussions are now taking place concerning the attribution of specific tasks either to the ECB or to some NCBs. Some interesting legal techniques have already been experienced; they will be briefly discussed after having presented the two aspects of the decentralisation principle.

1.2. DECENTRALISATION IN PRINCIPLE

The decentralisation principle is derived from various provisions of the ESCB Statute, in particular Articles 9.2 and 12.1.

In our view, beyond these provisions concerning the operational framework, the decentralisation principle has to be seen in the context of the federal character of the Eurosystem.

¹⁰ See Priego & Conlledo, *op.cit.*, footnote 1

1.2.1 Decentralisation as operational principle

Decentralisation aims at efficiency.

The ESCB Statute recognises the internal autonomy of the Eurosystem and the responsibilities of the Governing Council in this regard.

“The ECB shall ensure that the tasks conferred upon the ESCB under Article 105(2),(3) and (5) of this Treaty are implemented either by its own activities pursuant to this Statute or through the national central banks pursuant to Articles 12.1 and 14”. (Article 9.2 of the ESCB Statute)

Concerning the NCBs, the key provision is the third paragraph of Article 12.1 of the Statute: *“To the extent deemed possible and appropriate and without prejudice to the provisions of this Article, the ECB shall have recourse to the national central banks to carry out operations which form part of the tasks of the ESCB.”*

This provision establishes the basic scenario according to which the ECB decision-making bodies adopt the rules while the NCBs carry out the operations.

This general rule does not, nevertheless, correspond to a strict distribution of exclusive competence. The ESCB Statute remains rather vague on the concrete division of labour in the system.

The operations are decentralised “to the extent deemed possible and appropriate”; any derogation to this rule, has to be motivated accordingly by the Governing Council.

For the performance of Eurosystem tasks the ECB is not alone to decide; the NCBs also have to adopt rules (regulatory or contractual) in order to carry out the Eurosystem tasks; their legal acts have to comply with the ECB rules including the instructions of the Executive Board in view of implementing monetary policy¹¹.


For its part, the ECB has also the capacity to act as a bank for the execution of some Eurosystem tasks, but under the conditions laid down on a case-by-case basis by the Governing Council.¹² Decentralisation corresponds to an efficiency principle. The monetary policy operational framework is conceived so as to enable a wide range of counterparties to take part. In accordance with the rules of prudence and of “know your customer”, a direct and exclusive relationship with the local central bank seems preferable.

If monetary policy may contribute to financial integration and the establishment of large European cross-border banking groups, the Eurosystem acts “in accordance with the principle of open market economy with free competition”.¹³ Special regimes for counterparties or concentration of activities in specific areas have to be avoided. Monetary policy is conducted through direct contacts with all the banks of the euro area, having all basically the same rights and obligations. Each counterparty, even subsidiary or branch of a banking group has to maintain an account with its NCB. Contrary to the field of banking supervision, there is no application by central banks for monetary policy of a principle of home country control; each counterparty has to ensure its own liquidity management under the supervision of the central bank of the host country.

11 Article 12.1, second alinea of the ESCB Statute “The Executive Board shall implement monetary policy in accordance with the guidelines and decisions laid down by the Governing Council. In doing so the Executive Board shall give the necessary instructions to national central banks. In addition the Executive Board may have certain powers delegated to it where the Governing Council so decides”.

12 This is a substantial difference vis-à-vis the US Federal Reserve System, also federal in character, with a national coordinating and supervisory body in Washington and twelve regional Federal Reserve banks, operating arms of the System in their respective districts; if the Board has no direct operational competence, its supervision exercised on the Reserve Banks appears stronger than the control exercised by the ECB on the NCBs.

13 Article 105(1) of the Treaty repeated in Article 2 of the ESCB Statute



The Eurosystem is thinking globally while acting locally. The Governing Council has a wide margin of discretion when deciding on the organisational framework of the Eurosystem tasks. Having to “adopt the guidelines and take the decisions to ensure the performance of the tasks entrusted to the ESCB under this Treaty and this Statute”, the competence under Article 12.1 of the Statute includes the power to decide on the organisational set-up for the performance of Eurosystem tasks and of auxiliary activities.

1.2.2 Decentralisation as federal principle

From the outset, we have considered decentralisation as a basic feature of the Eurosystem together with its independence.

The authors of the Maastricht Treaty have conceived the Eurosystem as a federal system¹⁴. For them, the need for completely centralized monetary decision-making had to be balanced by the participation of members of the centre and of the periphery in the central decision body as well as by a division of labour between the ECB and the NCBs for the conduct of the operations. This is why the federal character of the system was so to say undisputed.

The complexity of the system reflects the institutional diversity of the euro-area itself; in a certain sense, decentralisation is a preventive therapy against European bureaucratisation; the ECB officials are only a minority compared with the NCBs officials.

More fundamentally, decentralisation should be seen as part of the subtitle checks and balances which characterises the Eurosystem, checks and balances at European level, with the ECB becoming one of the seven EU institutions¹⁵, checks and balances between European and national governance.

The imbalance at the EU level between the monetary governance and the economic governance is partially compensated by the checks and balances at national level with independent central banks vis-à-vis national (and regional) governments.

The complexity of the Eurosystem, reflects the complexity of the European Union.

The tasks and the organisation of the Eurosystem might be influenced by the evolution of the European Union itself. If decentralisation is justified by efficiency, how more European integration in the future, how more centralisation and specialisation might be expected inside the Eurosystem.

14 The Delors Report benefited from influential contributions among which the proposals of Professor Jean-Victor Louis - participant to this Conference and former member of the ESCB Legal Committee- who advocated a strong central monetary authority following the American experience: “on ne peut transposer le “modèle” du FOMC purement et simplement dans la structure de la future banque centrale européenne. Il faut s’assurer que l’introduction d’un élément fédéral dans le processus de décision soit faite dans des conditions qui ne portent pas atteinte à la fonctionnalité de la banque centrale” Rapport sur le Federal Reserve System published as Annex II of the Rapport du groupe présidé par Jean-Victor Louis, “Vers un système européen de banques centrales, Projet de dispositions organiques”, Editions de l’Université de Bruxelles, 1989, p.301;

“Le groupe a opté pour un système fédéral de banques centrales. L’approche unitaire impliquerait la fusion des banques centrales nationales, ce qui paraît difficile à réaliser. Le schéma fédéral implique la coexistence d’entités juridiques distinctes, une centrale et d’autres périphériques (les banques centrales nationales). Il appelle des mécanismes efficaces de coordination, ainsi qu’en témoigne l’expérience de la République fédérale d’Allemagne.”, id. p. 30

15 In accordance with the new Article 9 of the Treaty to be included in virtue of the Lisbon Treaty; The duty to cooperate with the other institutions, as well as the general application of the Treaty provisions to the ECB is now undisputed, without prejudice to the respect of its independence. See B. Frankal, I.A. Oleaga and W. Coussens, How will the Treaty of Lisbon affect EMU, in EUREDIA, 2207-2008-2, p 121 – 159.

This is also in line with the Judgment of the Court of Justice of the European Communities of 10 July 2003 (OLAF case C-11/00) confirming that EU legislative measures are applicable to the ECB; the Court decided that “the fact that the ESCB operates in various respects in a decentralized way does not render ineffective investigations conducted by OLAF within the ECB or the communication by the ECB of information to OLAF in accordance with the provisions of Regulation N° 1073/1999” (att n° 161).

1.2.2.1 From cooperation to integration

Previous to their integration into the Eurosystem, the NCBs had a long tradition of cooperating among themselves. The intention was to move from this voluntary cooperation between central banks, to a mandatory coordination inside a newly created system.

The ambiguous terminology “the ECB and the national central banks” used in the provisions of the ESCB Statute relating to operational matters had been suggested by some legal experts considering the legal personality of those entities, but it simply means “Eurosystem”¹⁶.

While in the ESCB Statute, the general term “ESCB” means the Eurosystem and the particular ESCB, Eurosystem governance is very different from ESCB governance. Succeeding to the cooperation mechanism progressively developed during the first and second stages of EMU (1992-1998), the Eurosystem established an integrated system composed of the newly created ECB and the NCBs becoming an integral part of the system.¹⁷

This cooperation model is still in force at the level of the ESCB, where the General Council is the successor of the former EMI Council (1994-1998)¹⁸ having itself succeeded the Committee of Governors of the central banks of the Member States of the European Community (1964-1994)¹⁹.

The ESCB is the prolongation of the former cooperation mechanisms between NCBs, reinforced by the cooperation between the Eurosystem and the out-NCBs.

The General Council, composed of the President and the Vice-President of the ECB and of the 27 NCBs Governors²⁰, contributes to some Eurosystem activities, in accordance with Article 47.2 of the Statute.

This is generally by the way of discussion or personal comments of Members of the General Council. This body has no power to issue mandatory guidelines to the NCBs.

This is why agreements have to be concluded in order to define the rights and duties of the 11 out-NCBs; this allows for specific provisions agreed by specific central banks, but the contents of these agreements have to respect the ECB legal acts applicable to the Eurosystem central banks, contracting parties. Agreements may be concluded either bilaterally between the ECB and each out-NCB or multilaterally for some operational activities like payment systems between all the Eurosystem central banks and the out-NCBs. The General Council benefits from the assistance of the Committees established by the Governing Council in accordance with Articles 9 and 9a of the Rules of Procedure of the ECB; which meet in extended composition for matters to be discussed in the General Council.²¹

16 To know when “ESCB” is to be read as “Eurosystem”, one should refer to article 43.1 mentioning the Statute provisions not applicable to the out-NCBs.

17 The organic provisions of the NCBs were adapted to the Treaty requirement during the second stage of the EMU; the Treaty imposes on all Member States the obligation to create a fully fledged central Bank, this is why Article 1.2 of the ESCB Statute mentions explicitly the central bank of Luxembourg which was established by virtue of a national law at the same moment as the ECB, on 1 June 1998.

18 Established by the Maastricht Treaty

19 Created originally by a Council Decision 64/300/EEC of 8 May 1964, as amended afterwards

20 Article 45.2 of the ESCB Statute, the other Members of the Executive Board are attending, Article 3.1 of the Rules of Procedure adopted by the General Council on 17 June 2004, ECB/2004/12.

21 Meeting as a rule four times a year



1.2.2.2 Decentralisation as protection for central banks

In accordance with the decentralisation principle each NCB shall be able to carry out the Eurosystem tasks. This is a final responsibility for the Member States which have to endow their central banks with the appropriate resources. For all intents and purposes, each NCB has to be seen as the Eurosystem in its jurisdiction. For third parties there should be no difference in being counterparty of one of the other Eurosystem central banks.

This is why it was decided to mention the “Eurosystem” in all the public documentation of its members, together with the denomination and the logo of each NCB.

This is also why, when a NCB is acting as part of the Eurosystem, it is entitled to be compensated for possible losses on behalf of all the others in accordance with their share in the capital and the income of the Eurosystem operations. In that sense, decentralisation is part of solidarity, of the “team spirit” of entities involved in common actions.

As a rule, the NCB decides itself in accordance with its specificities on the conditions of performing its functions.

It adopts its own legal documentation using tools of public or private law, in accordance with its organic law.

According to various ESCB Statute provisions, Eurosystem activities are carried out by “the ECB and national central banks”²². The Treaty does not allow discrimination among them. All the NCBs within the Eurosystem are to be treated equally; none can be excluded from common tasks, except on voluntary basis.

For instance, it does not appear compatible with this principle to fix minimum quotas restricting a priori the number of participating NCBs for certain activities. Similarly, it may be argued that a distribution of work inside the Eurosystem making use of fixed formula, like the capital key formula, is not in line with the rule of equal treatment.

This is also why remote (cross-border) access to central bank services by counterparties in an other jurisdiction, remains exceptional, subject to specific authorisation by the Governing Council, but central banks may agree to cooperate with each other in order to provide common cross-border services inside the euro area.

1.2.2.3 Decentralisation as an obligation

The Treaty imposes on the NCBs themselves as members of the Eurosystem the effective implementation of the Eurosystem tasks. Each central bank has to perform its duties inside the system; there is no possibility for one of them to be replaced by another central bank; they need to have at their disposal adequate resources; this is an obligation imposed on the Member States following their participation in the euro area; they have to equip adequately their own central bank.

Each NCB has to operate in its own jurisdiction; each Eurosystem counterparty is in relation with its domestic central bank. For its part, the ECB has no specific “territory” but it may be entrusted with operational tasks by the Governing Council.

²² See Articles 16,17,21,22,23 and 24

Vis-à-vis the rest of the world, common Eurosystem action should be carried out by the ECB and the NCBs. Nevertheless, in the field of external relations, progress so far are limited, due largely to the role of governments and the absence of direct participation of the EU or the Eurosystem in international monetary and financial organisations.

In view of the exclusive character of its competences, the Eurosystem is not subject to the subsidiarity principle.

Each NCB has to perform its duty not by delegation but in its capacity of member of the system.

A Member State is not allowed to entrust to any other national entity the task of the central bank except if especially foreseen by the Treaty, as in the field of statistics (Article 5 of the ESCB Statute) or prudential supervision and financial stability (Article 105.4 of the Treaty) where an active cooperation with the central banks is foreseen.

Further, a privatisation of a Eurosystem central bank would not be in line with the Treaty²³.

For its part, a central bank is not allowed to delegate to any other body the performance of its own tasks.

The outsourcing of services by central banks is only acceptable under strict limits and conditions.

It is generally agreed that tasks that have been assigned to the Eurosystem central banks as such cannot be outsourced. Central banks must remain responsible for discharging their obligations and shall not delegate significant management responsibility. In particular, outsourced activities should:

- not imply the exercise of public authority,
- not affect the legal responsibility of the central bank itself,
- be limited to implementation activities, ancillary or preparatory in nature,
- not jeopardise the application of Eurosystem legal acts,
- be authorised by the organic law of the central bank,
- be exercised under the supervision and effective control of the central bank.

The Eurosystem intervenes in the market through banking operations. The Eurosystem has recourse to instruments of commercial law under the conditions laid down by the Treaty and Article 2 of the ESCB Statute: the Eurosystem "has to act in accordance with the principle of an open market economy with free competition".

The Eurosystem has to rely on the market for its resources; it shall acquire goods and services in accordance with the European directive in the field of procurement. No procedure of procurement is applied among central banks; but a rule of preference justifies the use of available resources inside the Eurosystem system, prior to recourse to the market.

The performance of central bank tasks is not subject to procurement procedure nor competition law. If central banks as public authorities are subject to EU and national procurement laws, central bank services are excluded from procurement requirement.²⁴

It is also generally agreed that EU competition law as such (notably Articles 81 to 89 of the Treaty) does not apply to the Eurosystem's exercise of its tasks. These tasks are public by nature and governed on the basis of public - European and national - law.

²³ NCBs are performing public tasks regulated by law; the shareholders of central banks, public or private, should not be able to influence the performance of central bank tasks in view of their independence.

²⁴ Central bank services are explicitly excluded, according to Article 16 of EU Directive 2004/18/EC.



As public body, the Eurosystem is not to be treated as an undertaking; neither should it be considered as part of a Member State for the control by the European Commission of State aids in accordance with Articles 87 to 89 of the Treaty.²⁵

The Eurosystem, being a unique institutional setting established by the Treaty, should not be compared with other structures and organisations akin to company law. In particular, the concept of “single entity”, as used in EU competition law, is not, in our view, to be applied to Eurosystem tasks.

1.3 DECENTRALISATION IN PRACTICE

As an efficiency principle, the decentralisation regime has to be considered distinctly for the various central banks tasks.

The first function of the NCBs shall be to participate in the execution of the Eurosystem tasks with a view to achieving its objectives. The Treaty²⁶ determines four basic Eurosystem tasks; the first is “to define and implement the monetary policy of the Community”; the others being to conduct foreign-exchange operations, to hold and manage foreign reserves, to promote the smooth operation of payment systems. The other (non basic) Eurosystem tasks are not as precisely defined, either in number or in regime. The Eurosystem itself has to make clear what it understands as Eurosystem tasks, on the basis of statutory provisions with general character.

Each task has its own governance, *modus operandi*.

As a matter of fact, the discussions about the decentralisation focus mainly on the core Eurosystem tasks.

1.3.1 Basic Eurosystem tasks

It is not the purpose of this contribution to present the whole operational and legal Eurosystem framework.

For the performance of Eurosystem tasks, the ECB shall adopt legal acts (Article 34 of the ESCB Statute), and the Eurosystem central banks shall conduct operations (Articles 17 to 24 of the ESCB Statute).

On this basis, the Eurosystem has implemented its monetary policy, through a sophisticated legal framework.

Three aspects of this framework seem of particular relevance with regard to the decentralisation principle.

First, the rules: The Eurosystem framework, is essentially a rule-based system.

It is composed of a considerable number of legal acts adopted by the Governing Council over the years.

Second, the governance: What is the concrete interaction between the ECB decision-making bodies and the NCBs implementing the ECB legal acts?

The basic two-level schema of governance (rules/operations) has been developed recently into a three-level system of governance (rules/management/services).

Third, the responsibility: Acting as a whole through (for the moment) 17 distinct legal personalities, the Eurosystem needs a clear regime for the legal and the financial responsibility for itself and each of its members.

²⁵ Contributing to financial stability, central banks acting as lender of last resort, may provide exceptional liquidity assistance, but the role is limited to the liquidity management; a central bank shall not grant any credit to an insolvent undertaking.

²⁶ Treaty Article 105, ESCB Statute Article 3.1

1.3.1.1 Rules versus discretion

The operational framework reflects the trade off between rules, on the one hand, and discretion, on the other hand, which is characteristic of the conduct of any effective monetary policy. While the operational framework is based on general rules, it also allows Eurosystem central banks to take collective and individual decisions.

The decentralisation principle has favoured an extensive use of “ECB guidelines” as a legal format, notwithstanding the fact that guidelines are not listed among the ECB legal acts mentioned under Article 34 of the ESCB Statute.²⁷ The guidelines are mentioned in Article 12.1 and 14.3 of the ESCB Statute. They are adopted by the Governing Council in accordance with Article 17.2 of the Rules of Procedure of the ECB.²⁸ They are subordinated to EU legal acts including of course the ECB legal acts taken under Article 34 of the ESCB Statute.

They are applicable to the Eurosystem central banks (ECB and NCBs). The NCBs have to comply with the Guidelines by ensuring the adaptation in their jurisdiction of laws, regulations, administrative provisions or contractual provisions. The ECB verifies how the guidelines are implemented by the NCBs.

They are compulsory for the NCBs as long as the NCBs have the capacity to implement them. The Governing Council may grant exemptions or derogations to specific NCBs. It “shall take the necessary steps to ensure compliance with the guidelines and instructions of the ECB and shall require that any necessary information be given to it” (Article 14.3 of the ESCB Statute).

No sanctions are foreseen, except peer pressure, publicity sanctions or formal recommendations. An NCB may only be condemned by the European Court of Justice if it fails to fulfil its Eurosystem obligations.²⁹

Guidelines are, so far, deemed to be not directly binding vis-à-vis third parties; they belong to the sphere of soft law.

The main Guideline on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem is referred to as the “General Documentation” (GD) which is regularly updated by the Governing Council.³⁰ The General Documentation ensures harmonisation and coordination among the Eurosystem central banks. The rule-based framework allows for some discretion at the ECB or the NCB level.

First, the NCBs have to implement the Guidelines adopted by the Governing Council. To this end, they have to adapt their own legal documentation, statutory or contractual.

Second, the ECB and the NCBs may exercise certain discretion in view of the concrete application of measures decided by the Governing Council. At any moment, the Governing Council may adopt a regulation or a decision which supersedes with direct effect the guideline and its implementing measures.³¹


27 The ECB has been so far very prudent when making use of its regulatory power for the implementation of its basic tasks, reflecting the general tendency of many central banks and supervisory authorities preferring to have recourse to soft law rather than to hard law.

28 Article 17.2 of the Rules of Procedure of the ECB: “ECB Guidelines shall be adopted by the Governing Council, and thereafter notified, in one of the official languages of the European Communities, and signed on the Governing Council’s behalf by the President. They shall state the reasons on which they are based. Notification of the national central banks may take place by means of telefax, electronic mail or telex or in paper form. Any ECB Guideline that is to be officially published shall be translated into the official languages of the European Communities.”

29 “If the ECB considers that an NCB has failed to fulfil an obligation under this Statute, it shall deliver a reasoned opinion on the matter after giving the national central bank concerned the opportunity to submit its observations: If the NCB concerned does not comply with the opinion within the period laid down by the ECB, the latter may bring the matter before the Court of Justice”, Article 35.6 of the ESCB Statute.

30 The original Guideline of 11 September 1998 and its Annexes are periodically amended; the latest amendment shall enter into force on 1 February 2009; the consolidated version is published by the ECB, “The implementation of monetary policy in the Euro area”, 12 November 2008.

31 Recently, the Governing Council has adopted a Regulation to introduce temporary changes to the General Documentation Guideline relating to the eligibility of collateral: Regulation ECB/2008/11 of 23 October 2008.



The General Documentation was recently amended to clarify the possibility of discretion in the management of the collateral to be offered by the counterparties for the liquidity obtained from the Eurosystem.³²

The Eurosystem needs to be able to react in a timely and effective manner if confronted with any incident or a specific situation. Such discretionary measures are necessary for the implementation of a “policy” but they are subject to the respect of fundamental principles, in particular those of non-discrimination, legal certainty, proportionality and transparency.

1.3.1.2 Governance

In the field of payment and securities settlement systems, as in the field of collateral management, new Eurosystem services are under development.

The technically decentralised TARGET system was replaced in 2008 by a new Eurosystem Payment system TARGET 2. In view of the existing fragmentation of the European settlement market and infrastructure, the Eurosystem shall set up a multi-currency platform to be used by European central securities depositories (CSDs) for the settlement of securities transactions in central bank money (T2S, TARGET 2-Securities scheduled for 2013). For transferring cross-border collateral in the Eurosystem, a contractual arrangement was put in place by the Eurosystem (CCBM – Correspondent Central Banking Model). This model shall be replaced by a new single platform collateral management system called Collateral Central Bank Management or CCBM2 (scheduled for 2011).

Such Eurosystem facilities, of serious dimension and complexity, calls for specific managerial organisation. From the traditional scheme of governance of 2 Levels (ECB-NCBs), the Eurosystem is experiencing a 2nd generation scheme of 3 Levels for its new owned and operated systems (Target 2 Payment system, Target 2 securities system, CCBM2 collateral management system).

Level 1 (basic regulatory framework) is undisputed as an exclusive competence of the ECB decision-making bodies; Level 3 consists of services provided by some Eurosystem central banks on contractual basis. Level 2 is more debated, operationally and legally.

Level 1: Regulatory framework

The Governing Council has the supreme responsibility to regulate the Eurosystem.

Its smooth functioning is the key element for Eurosystem good governance.³³ The decentralised set-up of the Eurosystem needs a strong centre, taking decisions in the interest of the whole euro area, without any subordination to regional or national interest groups. This is a very demanding function for a body meeting, normally, twice a month.

The ESCB Statute provides that the Executive Board shall prepare the meetings.³⁴

³² See the amendments of Chapter 6.3.1, with sixth and seventh new paragraphs, as well as the new paragraph added after the second paragraph: “The Eurosystem reserves the right to apply additional risk control measures if required to ensure adequate risk protection of the Eurosystem in line with Article 18.1 of the Statute of the ESCB...” In 2006, the two-tier system was replaced by a “single list” of eligible collateral published by the ECB; the NCBs have to assess the eligibility of the numerous new types of collateral admitted in principle in accordance with the general criteria laid down in the General Documentation.

³³ See E. de Lhoneux “Du conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne” in: “Mélanges en hommage à Jean-Victor Louis”, Bruxelles, Institut d’Etudes Européennes, Editions de l’Université de Bruxelles, 2003, pp.239-257

³⁴ Article 12.2

It provides also that “the Executive Board may have certain powers delegated to it where the Governing Council so decides” (Article 12.1). This is foreseen for the monetary policy but might be extended to other areas under the conditions laid down by the Governing Council.

The delegation of power can be seen as part of “deconcentration” aiming at reducing bureaucracy. Nevertheless, it can be argued that the Governing Council is not empowered to delegate such powers to any other body than the Executive Board. The ECB decision-making bodies should not be overloaded by technical issues. We assume that they are not entitled to delegate certain powers to specific NCBs, such mandatory specialisation being not in line with the Treaty but various alternatives are being explored.

The decision-making bodies are assisted in their work by consultative committees composed of up to two members from each of the Eurosystem NCBs and the ECB, appointed by each Governor and the Executive Board respectively.³⁵

The committee structure is a valuable contribution to the federal principle ensuring the involvement of all entities of the Eurosystem in the preparation of the ECB decision; the composition of the committees reflects that of the Governing Council.

Level 2: Management

For the organisation of the Level 2, between the basic decision and the concrete services, new legal instruments are needed.

A choice has to be made by the Governing Council; discussions focus mainly on four alternatives.

- a) Contractual or statutory arrangements?
- b) From consultative committees to management committees?
- c) Separate legal entity?
- d) Eurosystem Offices (EPCO)

a) Contractual or statutory arrangements?

While not being a legal act for the performance of Eurosystem tasks, various agreements were concluded between NCBs and the ECB for operational matters (payments, foreign reserves, collateral management...)

A central bank may of course, through contractual arrangement, give a mandate to another central bank for specific Eurosystem operations. Acting then voluntarily, inside the ESCB, such agreement is not affected by any constraint derived from competition or procurement legislation.

Formally, the agreements are only to be modified with the accord of all the signatories. The borderline between agreements and public legal acts may be narrow in practice. Agreements concluded between Eurosystem central banks are subject to the respect of ECB legal acts including the Guidelines adopted by the Governing Council. A change of a Guideline may impose a change of the Agreements.

Some NCBs provide services to other on the basis of contractual arrangements. They may agree on specific remuneration or fees.

From the moment such arrangements are accepted by all Eurosystem central banks, they may be taken over by the Eurosystem itself allowing its decision-making bodies to adopt the appropriate measures.

³⁵ Article 9 of the Rules of Procedure of the European Central Bank, ECB/2004/2.



b) From consultative committees to management committees?

The ESCB/Eurosystem committees have a consultative role assisting the ECB decision-making bodies in accordance with Article 9 of the ECB Rules of Procedure. They contribute to the preparation of the decisions. Committees have no responsibility or accountability on their own. They are making reports but they are not deemed to decide. Their acts are not subject to judicial review.

Can their role be expanded beyond this consultative function?

Can they be involved in the implementation of decision or in the coordination of their execution? If yes, is it on behalf of the ECB or of the NCBs or on behalf of the whole Eurosystem?

These are debated issues. It was decided for Target 2 that a committee would be entrusted with some managerial tasks qualified as Level 2 tasks. For Target 2 the role of Committee as Level 2 is determined in a guideline.

A committee may be mandated on the basis of a contract between central banks; such a contractual mandate could hardly contain a delegation of normative power.

Any delegation of power to such committees either by the ECB or the NCBs is problematic in the absence of a legal basis in the Statute but Eurosystem Steering or coordination Committees, under the responsibility of the ECB decision-making bodies, might be established following a revision of the ECB Rules of Procedure.

On the basis of the general principle of good administration, a delegation of technical normative activity can be envisaged; as a deconcentration measure a decision-making body may allow a technical body to act on its behalf; for purely technical aspects.

Members of Eurosystem committees being staff members appointed by the respective Governor, they are deemed to act under the instructions or with the backing of the Governor. Nevertheless, such delegation should remain revocable and subject to effective control by the delegant which should keep the right to decide itself at any moment, the right to evocate or review the options agreed by a committee that the delegant itself has created.

c) Separate legal entity?

In view of the general principle of specialisation of public services, a public body has to carry out its tasks of general interest, using the means put at its disposal in accordance with the legislative provision having established it.

As a rule, it can not transfer to another body its own tasks except if duly authorised by its organic law. Public authority has to be exercised by a public body.

Some NCBs have been especially authorised to take and dispose of participation in public or even private institutions, commercial undertakings or non profit associations.³⁶

For the ECB itself, in the absence of such enabling provision and in view of Article 9.2 of the ESCB Statute it is very problematic to envisage the possibility of carrying out some of its activities through special legal entities.³⁷

36 Recently such a provision inserted in the organic law of the Banque centrale du Luxembourg, was welcomed by the ECB, "The ECB notes with interest the above-mentioned provision as an element which could further facilitate the evolution of the financial market infrastructure in Luxembourg, its integration within the European environment and further market harmonisation." ECB opinion of 10 September 2008, CON/2008/42

37 "The ECB shall ensure that the tasks conferred upon the the ESCB under Article 105(2),(3) and (5) of this Treaty are implemented either by its own activities pursuant to this Statute or through the national central banks pursuant to Articles 12.1 and 14." Article 9.2 of the ESCB Statute.

Public services are established by legislators. The ECB being only regulator, it may be argued that an Amendment, adopted according to the simplified procedure foreseen under Article 41 of the Statute, should enable the Eurosystem to establish new EU public bodies.

A separate legal entity even created by the Eurosystem or fully owned by it, should be subject to similar limits and conditions as for the “outsourcing” of activities by individual central banks (see supra). The Eurosystem should remain fully responsible and able at any time to retake over directly the outsourced activity.

It could be envisaged to create Agencies, similar to the EU Agencies established by the EU Council on the basis of Article 308 of the Treaty, but it would normally require an Amendment of the ESCB Statute, possibly on the basis of the simplified procedure foreseen in Article 41 of the ESCB Statute.

If the setting up by the Eurosystem of new legal entities, without amendment of the Statute, is very disputable, there is no impediment for the Governing Council to establish offices, hosted by a Eurosystem central bank, benefiting from its legal personality.

d) Eurosystem office

An interesting precedent has to be mentioned of creation of a Eurosystem office not located with the ECB.

In December 2007, the Governing Council created a Eurosystem Procurement Coordination Office (EPCO) and invited the Eurosystem central banks to express an interest to host it. Following an objective selection procedure among the candidates, the Banque centrale du Luxembourg was appointed by the Governing Council to host it for five years³⁸.

The ECB Decision of 17 November 2008 provides:

- the framework for all ESCB NCBs to participate voluntarily in joint tendering;
- a definition of the roles of leading Central banks and participating Central banks in joint tender procedures;
- a definition of the tasks of EPCO:
 - a) facilitating the adoption of best practices within the Eurosystem,
 - b) enabling the pooling of purchasing power,
 - c) coordinating the Eurosystem procurement agenda;
- a governance structure for EPCO (Steering Committee, code of conduct, financing, audit); hosted and organised by the BCL, EPCO reports to the Governing Council which approves yearly its budget and its procurement plan.

Level 3: Service providers

The central banks providing services to the other Eurosystem central banks, conclude with them contractual agreements. Such agreements are duly approved by the Governing Council and are subordinated to its future decisions.

The Governing Council has also to provide specific coordination and control measures to ensure that these tasks of specific central banks are carried out in the best conditions for the whole Eurosystem.

³⁸ On 17 November 2008, the Governing Council adopted the Decision laying down the framework for joint Eurosystem procurement (ECB/2008/17) aimed at fostering the participation of the ECB and the NCBs in joint procurement actions.

1.3.1.3 Share of responsibility

The Treaty and the ESCB Statute contains general rules concerning the regime of legal responsibility as well as the delicate matter of the financial responsibility inside the Eurosystem.

- Legal responsibility

The Statute provides for a basic dichotomy.

The ECB shall be subject to the liability regime provided for in the Treaty (Article 35.3 of the ESCB Statute); its acts and omissions shall be open to review or interpretation by the Court of Justice (Article 35.1 of the ESCB Statute). For their part, the NCBs are responsible vis-à-vis third parties according to national law (Article 35.3 of the ESCB Statute).

At ESCB level, it was agreed that disputes between two or more NCBs or between the ECB and NCBs should be settled, wherever possible, by agreement; either bilateral, or following a recommendation of an independent panel.³⁹ If an NCB does not comply with its Eurosystem obligations, the ECB shall intervene according to the procedure of Article 35.6 of the ESCB Statute.⁴⁰ As a rule there should be no NCB liability as long as the NCB acts in compliance with the Eurosystem framework.

Specific liability regime can be applied to central banks for specific functions. For their tasks under national law, as in the field of financial stability, there is still a need for further harmonisation. Usually, national legislation provides that the responsibility of financial supervisors is limited to the case of gross or wilful negligence. The Court of Justice has decided that European law did not contain a general rule in this matter; this is why a harmonisation of the national rules limiting the responsibility of the central banks acting as supervisors, would be particularly welcome.⁴¹

- Financial responsibility

The financial responsibility regime of the Eurosystem central banks, combines two principles: financial independence of each central bank, on the one hand, sharing of profit and losses for Eurosystem basic tasks, on the other.

- Financial independence

Each Eurosystem central bank is financially independent; it has its own budget and financial accounts as well as its own rules for distribution of profit.

The ESCB Statute provides that “for analytical and operational purposes” the Executive Board shall draw up a consolidated balance sheet of the Eurosystem, but it maintains the financial and budgetary autonomy of each central bank. There is so far no Eurosystem budget.

The central banks need to be able to perform their tasks. With regard to the principle of financial independence it is important to ensure that each central bank covers its own expenses. At the beginning, the Treaty

³⁹ The Memorandum of Understanding on an intra-ESCB dispute settlement procedure of 1 May 2007, signed by the ECB and the NCBs which compose the ESCB, replaces a previous version; the procedure has never been activated so far.

⁴⁰ If this procedure has not been applied so far, cases of non-compliance of Eurosystem central banks are regularly treated in the Eurosystem, under the auspices of the Governing Council.

⁴¹ The judgement of the Court of Justice of 12 October 2004, Peter Pilaff. C-222/02, Rec., 2004, p. I-9425, commentators of this judgment are generally favouring an harmonisation of national legislations. See in particular R.Rini, *Quelle responsabilité pour les autorités de surveillance bancaire dans l'Union européenne?*, in *Euredia*, 2007-p.191-2008/2

for the ECB and national law for the NCBs had to equip the central banks with the appropriate financial, legal and human resources.

The Governing Council when imposing new tasks on Eurosystem central banks has to consider their costs. It is easy for the ECB, because the Governing Council is its budgetary authority; it is more complicated for tasks to be performed by the NCBs.

It should not be presumed that public functions are always performed free of charge.

On the contrary, it may be assumed that the principle of cost recovery is part of the general principle of good administration also applicable to the central banks. Services provided by central banks to the market are usually remunerated according to the cost recovery principle.

For Eurosystem services, the Governing Council shall fix the fees to be paid by all the counterparties all across the euro area, like for instance the payment system Target.

In certain circumstances, the Governing Council has accepted to limit the application of the full cost recovery to the extent that a "public good factor" was demonstrated. It is the case for Target 2 as a payment system, following the tradition of central banks in this area which is part of the "core business" of the Eurosystem.

The costs of the NCBs, not compensated by fees, are deemed to be covered by their share in the Eurosystem profits. Nevertheless, many Eurosystem tasks are not compensated by direct revenues. The distribution of the monetary income should ensure that the NCBs have adequate financial resources for their Eurosystem tasks. The problem is that the key adopted for the distribution of revenues is not necessarily in line with the share of work to be accomplished by each central bank in its jurisdiction.

In case the NCB provides a service to another, it shall be compensated, either by bilateral agreement or by decision of the Governing Council on a specific basis.⁴²

In case NCBs provide services to the whole Eurosystem, it shall be compensated on the basis of specific rules adopted by the Governing Council. For instance, the basic costs of "hosting" a Eurosystem office are directly supported by the ECB budget while specific costs are distributed among participants.⁴³

Profit and loss sharing mechanisms

The ESCB Statute foresees that the profit of the ECB shall finally be distributed to its shareholders, the NCBs, while the monetary income of the NCBs shall be distributed among themselves in accordance with the same capital key.⁴⁴

The Eurosystem generates its own resources.


Most of the Eurosystem tasks are profitable and losses are deemed to be exceptional.⁴⁵

⁴² For instance when a central bank acts on behalf of another for the management of the ECB foreign reserves, the Governing Council has confirmed that the NCB acting with another may be compensated

⁴³ Cfr EPCO supra

⁴⁴ See Articles 29, 32 and 33 of the ESCB Statute.

⁴⁵ The most significant income is the seignuriage income resulting from the issue of banknotes (for which a specific regime was decided by the Governing Council, allocating 8% to the ECB and the remainder to the NCBs in accordance with the capital key); the monetary policy is also profit making, this is why the ESCB Statute foresees the distribution of the Eurosystem "monetary income" (Article 32 of the ESCB Statute)



This is obvious for the issue of banknotes or the allocation of credit; it is also true for other actions as the requirement of monetary reserves even if, for the moment, the minimum reserves held by the credit institutions with the Eurosystem, are remunerated.

The credit risks in particular were originally deemed to be very limited in view of the rule that any Eurosystem lending has to be based “on adequate collateral”.⁴⁶ In case of losses, the ECB may have recourse to the NCBs through offset against monetary income⁴⁷ or even in increase of capital.

In case of losses of NCBs, the ESCB Statute⁴⁸ foresees that “*The Governing Council may decide that national central banks shall be indemnified against costs incurred in connection with the issue of banknotes or in exceptional circumstances for specific losses arising from monetary policy operations undertaken for the ESCB (Eurosystem). Indemnification shall be in a form deemed appropriate in the judgment of the Governing Council; these amounts may be offset against the national central banks monetary income*”.

It may be assumed that loss-sharing among Eurosystem central banks is a general principle: the profits are distributed among central banks; the losses shall be shared among them.

The Governing Council has only to decide on the concrete implementation of this general principle. What are the costs? What are the losses: do they include unrealised losses, or internal NCBs costs? What is the “appropriate form” of indemnification? The Governing Council shall decide on the conditions and the procedure. It may also decide to make provisions in the accounts of the ECB and the NCBs, in case of expected but unrealised losses. The Governing Council may also decide to create provisions in the ECB to cover losses⁴⁹.

An indemnification may be disputed if the NCB was not acting according to the Eurosystem legal framework, or in the specific case of a wilful or negligent act or omission of a particular NCB. In that case, in order to decide on the failure of an NCB to fulfil an obligation under the ESCB Statute, the ECB has to deliver previously a reasoned opinion and may afterwards bring the matter before the European Court of Justice in Luxembourg.⁵⁰ There is no precedent.

1.3.2 Other central bank tasks

The first function of any NCB is to carry out the basic Eurosystem tasks.

They have also other functions. Some are resulting from a mix of European and national law, other are purely national.

1.3.2.1 Mixed tasks

The Treaty provides for tasks which, at least so far, are only partially regulated for or by the Eurosystem. These tasks are largely influenced by the national environment in which they are carried out. It means that many diverse regimes have to be analysed to give a full picture of the decentralisation.

⁴⁶ In accordance with Article 18.1 of the ESCB Statute

⁴⁷ In accordance with Article 33.2 of the ESCB Statute concerning the Allocation of net profits and losses of the ECB and Article 28.1 of the ESCB Statute concerning the capital of the ECB

⁴⁸ Article 32.4 of the Statute

⁴⁹ In the past the Governing Council has decided to create a specific provision in the ECB financial accounts when losses in the value of foreign reserve assets resulted from the depreciation of the US dollar.

⁵⁰ In accordance with the procedure laid down in Article 35.6 of the ESCB Statute

We have to limit ourselves to some general considerations concerning four areas of activities, to be qualified as partial Eurosystem activities by virtue of the Treaty. Notwithstanding their importance and the 10 years of the Eurosystem, these tasks have not yet been harmonised and continue to be regulated partly by EU law, partly by national law:

- Statistics (Article 5 of the ESCB Statute)
- External operations (Article 23)
- Banknotes (Article 16)
- Prudential supervision and financial stability (Article 25).

One may regret the lack of common governance, the incomplete harmonisation or the lack of efficiency for the performance of those tasks.

In the field of statistics, two regimes coexist. The regime of the ECB regulation and the regime of cooperation between the Eurosystem and various public authorities in accordance with Article 5.1 of the Statute.⁵¹

In the field of external operations, some harmonisations exist as for foreign reserve management.

In the field of banknotes, the issuance regime is regulated by the ECB but diversity remains for the production. Some central banks tender, other are producing their banknotes through their own printing works or via public printing works. From a legal point of view, it seems that so far the concept of "issue of banknotes" does not include their production, but may include the organisation of the cash services in the Eurosystem.

In the field of prudential supervision and financial stability, the role of central banks is in full development following the present financial crisis.

From a legal perspective, we are still confronted with an enormous fragmentation and variety across the euro area.

At macro-level, general task of supporting economic policies in the Community (Article 105 of the Treaty) is mainly carried out at national level: contribution to public finance analyses, to structural measures, to financial stability (remaining so far mostly a national competence), surveillance of liquidity of market and operators. At micro-level, the Eurosystem repeatedly has advocated for an involvement of central banks in prudential supervision, but Article 105 (6) of the Treaty, so far, has not been activated.


Concerning the oversight of payment or securities settlement systems, in the absence of the ECB regulation, notwithstanding the concrete formulation of Article 22 of the ESCB Statute, the central banks do operate on the basis of national law.

The provision of emergency liquidity assistance to central bank counterparties (ELA) remain so far a task performed by an NCB under its responsibility and liability but under certain control of the Eurosystem.

1.3.2.2 National tasks

If decentralisation is a basic feature for the Eurosystem basic tasks, it is of course even more evident for the other functions developed by the NCBs on the basis of their national law.

51 "In order to undertake the tasks of the ESCB, the ECB, assisted by the national central banks, shall collect the necessary statistical information either from the competent national authorities or directly from economic agents. For these purposes it shall cooperate with the Community institutions or bodies and with the competent authorities of the Member States or third countries and with international organizations."



The ESCB Statute provides that: “National central banks may perform functions other than those specified in this Statute unless the Governing Council finds, by a majority of two thirds of the votes cast, that these interfere with the objectives and tasks of the ESCB. Such functions shall be performed on the responsibility and liability of national central banks and shall not be regarded as being part of the functions of the ESCB.”⁵²

The ECB shall be consulted on any draft legislative change of the organic laws of NCBs⁵³. In its numerous Opinions, the ECB has made sure that the independence of the central banks should not be affected by supplementary tasks of NCBs. The Governing Council, which adopt those opinions, ensures also that Article 101 of the Treaty, prohibiting the monetary financing by the NCBs, shall be respected and that the NCBs are not taking over national tasks without adequate compensation or remuneration.

We do not have here the possibility to analyse concretely how the various NCBs functions are organised. That would require a detailed presentation exceeding by far the limits of this presentation.

1.4 CONCLUSION

Decentralisation is a fundamental feature of the Eurosystem combining a central decision-making process and a decentralised operational framework; the NCBs represent by far the largest component of the Eurosystem.

The decentralisation principle is expressed in Article 12 of the ESCB Statute but is also to be seen in a wider context; it is the consequence of the federal character of the Eurosystem, involving all NCBs of the Eurosystem both in decision-making and its later implementation. The ECB is specialised at the centre while each NCB is specialised in its own district.

The Eurosystem has proved to be a flexible and efficient institution.

An effective decentralisation requires an adequate regulatory framework.

The basic harmonisation achieved during the convergence process leading to participation in the Eurosystem has to be further enhanced following the development of the Eurosystem itself and of its activities. The Eurosystem tasks are carried out on the basis of the ECB regulatory framework which is in constant evolution. We have seen consolidation and clarification processes; initial agreements were later replaced by guidelines and some guidelines were replaced by the ECB regulations; this is beneficial to legal security and effectiveness.

Neither a full centralisation of activities by the ECB, nor a mandatory specialisation of some Eurosystem central banks would be legally feasible, but the Treaty allows for the establishment of various decentralisation techniques.

While a top-down approach is applicable for the basic tasks of the Eurosystem, a bottom-up approach with enhanced cooperation between Eurosystem central banks is also in line with the ESCB Statute.

We have argued that specialisation was not really an alternative to decentralisation but merely a complement. The ESCB Statute, in their present format, does not allow for exclusive mandatory specialisation of some

⁵² Article 14.4 of the ESCB Statute

⁵³ Article 105 §4 of the Treaty, Article 4 of the ESCB Statute, Council Decision of 29 June 1998 on the consultation of the European central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions (98/415/EC), see also the ECB Guide concerning this consultation of June 2005, www.ecb.int

central banks. On a voluntary basis some central banks are specialising in specific areas; they provide services on a voluntary basis under conditions laid down in bilateral agreements or in decisions of the Governing Council.

As a rule, the Governing Council being the supreme decision-making body of the Eurosystem shall determine the *modus operandi* of new Eurosystem activities.

Some interesting formulas of governance and management have been invented. We have mentioned the 3-level governance for complex cross-border activities in the fields of payments or securities settlement systems or management of collateral; we have also presented the new Eurosystem Procurement Office, hosted by an NCB, as an example of innovative techniques combining cooperation between central banks and their voluntary specialisation for the benefit of the Eurosystem as a whole.

The Eurosystem shall further evolve in accordance with the expected increase of its responsibilities in various areas in the coming years. For each new function to be developed by the Eurosystem, adequate corporate governance has to be devised.

The decentralisation principle will most probably continue to be applied in the case of future activities of the Eurosystem. It is hardly disputable that the Eurosystem, in the present financial turmoil, is confronted with new tasks in the field of financial stability; this is also true for international relations.

The legal framework has to be adapted consequently; further harmonisation is welcome. An amendment of the ESCB Statute could take place; new rules for possible specialisation, management issues, new activities, common actions, setting up of legal entities, loss sharing or financial independence would be welcome.

Some may consider that the integration of NCBs into the Eurosystem proceeds too slowly; notwithstanding their integration into the Eurosystem, their staff is mostly composed of nationals. Most of the jobs in central banks may no longer be restricted to nationals, according to EU law, but staff mobility among Eurosystem central banks is mainly confined to transfers from NCBs to the ECB.

After ten years, the Eurosystem is still in its infancy. Its subtle combination of checks and balances is the best guarantee for its success. Nevertheless, excessive complexity or diversity has to be avoided, in order to ensure the efficient, transparent and accountable management of the remarkable and innovative set up, which the Eurosystem is.



2 RÈGLEMENTS DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

RÈGLEMENT BCL 2008/1

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2008/N°1 du 28 novembre 2008 contenant des modifications temporaires aux règles applicables à l'éligibilité des garanties.

Domaine : Mise en oeuvre de la politique monétaire dans la zone euro

RÈGLEMENT BCL 2008/2

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N° 2 du 27 janvier 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Domaine : Mise en oeuvre de la politique monétaire dans la zone euro

RÈGLEMENT BCL 2009/3

Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2009/N° 3 du 19 février 2009 portant modification des instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème.

Domaine : Mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro

3 LISTE DES CIRCULAIRES DE LA BCL

- **Circulaire BCL 98/151 du 24 septembre 1998:** Aspects comptables du basculement vers l'euro
- **Circulaire BCL 98/152 du 6 novembre 1998:** Introduction d'un système de réserves obligatoires
- **Circulaire BCL 98/155 du 9 décembre 1998:** Rappel des obligations en matière de réserves obligatoires
- **Circulaire BCL 98/156 du 21 décembre 1998:** Décomposition des corrections de valeur constituées par les établissements de crédit au 31.12.1998
- **Circulaire BCL 99/157 du 17 décembre 1999:** Révision du pourcentage de déduction uniforme de la base de réserve
- **Circulaire BCL 2000/158 du 25 février 2000:** Modification des tableaux statistiques S 1.1 «Bilan statistique mensuel» et S 1.2 «Bilan statistique mensuel simplifié»
- **Circulaire BCL 2000/159 du 11 août 2000:** Application de quotités de valorisation de titres applicables aux titres éligibles «Eligibilité des créances privées néerlandaises»
- **Circulaire BCL 2000/160 du 13 novembre 2000:** à tous les OPC monétaires concernant l'adhésion de la Grèce à l'UEM
- **Circulaire BCL 2000/161 du 13 novembre 2000:** Date de remise des rapports statistiques mensuels à la BCL
- **Circulaire BCL 2000/162 du 13 novembre 2000:** à tous les établissements de crédit concernant l'adhésion de la Grèce à l'UEM
- **Circulaire BCL 2001/163 du 23 février 2001:** La surveillance par la Banque centrale des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres au Luxembourg
- **Circulaire BCL 2001/164 du 28 mars 2001:** Recensement du marché global des changes et des produits dérivés
- **Circulaire BCL 2001/165 du 5 mai 2001:** Reprise des activités de l'Institut belgo-luxembourgeois du change par la Banque centrale du Luxembourg et le Service Central de la Statistique et des Etudes Economiques
- **Circulaire BCL 2001/166 du 5 juillet 2001:** Instructions concernant les modifications de la collecte de données relative à la balance des paiements
- **Circulaire BCL 2001/167 du 19 novembre 2001:** Dates de remise des rapports statistiques mensuels à la BCL
- **Circulaire BCL 2001/168 du 5 décembre 2001:** Politique et procédures en matière de surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres au Luxembourg
- **Circulaire BCL 2002/169 du 30 mai 2002:** Enquêtes sur l'investissement direct étranger
- **Circulaire BCL 2002/170 du 5 juin 2002:** à tous les établissements de crédit – Modification des tableaux statistiques S 1.1 «Bilan statistique mensuel» et S 2.5 «Bilan statistique trimestriel» et abolition des tableaux statistiques S 1.2 «Bilan statistique mensuel simplifié» et S 2.6 «Détail des créances sur la clientèle»
- **Circulaire BCL 2002/171 du 5 juin 2002:** à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois – Modification des tableaux statistiques S 1.3 «Bilan statistique mensuel des OPC», S 2.10 «Ventilation par pays», S 2.11 «Ventilation par devises» et S 2.12 «Détail sur les titres détenus par les OPC»
- **Circulaire BCL 2002/172 du 28 juin 2002:** Protection des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres contre le crime et le terrorisme – aux opérateurs et agents techniques de systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres
- **Circulaire BCL 2002/173 du 3 juillet 2002:** Modification des Conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit

- **Circulaire BCL 2002/174 du 17 juillet 2002:** Modification de la collecte statistique relative aux taux d'intérêt – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/175 du 17 juillet 2002:** Nouvelle collecte de données statistiques en vue de l'Union économique et monétaire – à tous les établissements de crédit – Modification du tableau statistique S 1. 4 «Ajustements liés aux effets de valorisation»
- **Circulaire BCL 2002/176 du 20 décembre 2002:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/177 du 20 décembre 2002:** Liste de codes-pays pour les déclarations statistiques du répertoire de la balance des paiements et du rapport statistique trimestriel S 2.5 – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2002/178 du 20 décembre 2002:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire BCL 2003/179 du 8 mai 2003:** Obligations de retrait et de transmission de signes monétaires en euros faux ou présumés tels – à tous les établissements de crédit, aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications et aux établissements participant à la manipulation et à la délivrance au public de signes monétaires
- **Circulaire 2003/180 du 11 juin 2003:** Enquêtes sur l'investissement direct étranger – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2003/181 du 17 novembre 2003:** Modification du système de réserves obligatoires – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2003/182 du 19 décembre 2003:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2003/183 du 19 décembre 2003:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire BCL 2004/184 du 5 mars 2004:** Modification des conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2004/185 du 10 mai 2004:** Enquêtes sur l'investissement direct étranger – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2004/ 186 du 5 novembre 2004:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg
- **Circulaire BCL 2004/ 187 du 5 novembre 2004:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2005
- **Circulaire BCL 2005/ 188 du 13 mai 2005:** Modification des conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2005/ 189 du 13 mai 2005:** Enquêtes sur l'investissement direct étranger – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux)
- **Circulaire 2005/ 190 du 11 juillet 2005:** Collecte des données balance des paiements – Fiscalité des revenus de l'épargne sous forme de paiements d'intérêts. Traitement particulier en matière de balance des paiements – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes et chèques postaux)

- **Circulaire 2005/191 du 19 octobre 2005** : Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg – à tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire 2005/192 du 19 octobre 2005** : Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2006 – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2006/193 du 21 mars 2006** : Modification des Conditions générales de la BCL – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/194 du 18 avril 2006** : Modification des Conditions générales de la BCL – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/195 du 2 mai 2006** : Enquêtes sur l'investissement direct étranger – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/196 du 14 juillet 2006** : Collecte Balance des paiements – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications
- **Circulaire 2006/197 du 7 août 2006** : Adoption par la Slovénie de la monnaie unique, l'euro, à partir du 1^{er} janvier 2007 – Incidences sur les déclarations statistiques concernant la balance des paiements – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2006/198 du 7 août 2006** : Adoption de l'euro par la Slovénie – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2006/199 du 7 août 2006** : Adoption de l'euro par la Slovénie – A tous les OPC monétaires
- **Circulaire 2006/200 du 25 octobre 2006** : Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2007 – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2006/201 du 25 octobre 2006** : Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg en 2007 – A tous les organismes de placement collectif monétaires luxembourgeois
- **Circulaire 2006/202 du 19 décembre 2006** : Collecte Balance des paiements – Date de mise en place du module de collecte pour les investissements de portefeuille – Modification de la circulaire BCL 2006/196 – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications
- **Circulaire 2007/203 du 2 mai 2007** : Enquêtes sur l'investissement direct étranger – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2007/204 du 20 août 2007** : Adoption de l'euro par Chypre et Malte – A tous les OPC monétaires
- **Circulaire 2007/205 du 20 août 2007** : Adoption de l'euro par Chypre et Malte – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/206 du 20 août 2007** : Adoption par Chypre et Malte de la monnaie unique, l'euro, à partir du 1^{er} janvier 2008 – Incidences sur les déclarations statistiques concernant la balance des paiements – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)

- **Circulaire 2007/207 du 1^{er} octobre 2007:** Modification des conditions générales de la BCL – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2007/208 du 8 octobre 2007:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg et dates de début et de fin des périodes de constitution des réserves obligatoires en 2008 – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/209 du 8 octobre 2007:** Dates de remise des rapports statistiques à la Banque centrale du Luxembourg en 2008 – A tous les organismes de placement collectif monétaires luxembourgeois
- **Circulaire 2007/210 du 16 octobre 2007:** Collecte Balance des paiements – Modification des instructions – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications
- **Circulaire 2007/211 du 15 octobre 2007:** Nouvelle collecte statistique auprès des OPC non monétaires – Modification de la collecte statistique auprès des OPC monétaires – A tous les organismes de placement collectif luxembourgeois
- **Circulaire 2007/212 du 7 novembre 2007:** Mise à jour des instructions pour la collecte statistique de la BCL – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/213 du 7 novembre 2007:** Collecte balance des paiements – Nouveau module de collecte titre par titre pour les investissements de portefeuille – A tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2007/214 du 16 novembre 2007:** Modification des conditions générales de la BCL – A tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2007/215 du 14 décembre 2007:** Modification des conditions générales de la BCL – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire BCL 2007/216 du 28 décembre 2007:** Transmission des données statistiques par voie de télécommunication – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire BCL 2008/217 du 21 avril 2008:** Enquêtes sur l'investissement direct étranger – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2008/218 du 5 septembre 2008:** Adoption de l'euro par la Slovaquie – à tous les organismes de placement collectif
- **Circulaire 2008/219 du 5 septembre 2008:** Adoption de l'euro par la Slovaquie – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2008/220 du 5 septembre 2008:** Adoption de l'euro par la Slovaquie – Incidences sur les déclarations statistiques concernant la balance des paiements – à tous les établissements de crédit et aux services financiers de l'entreprise des Postes et Télécommunications (service des comptes chèques postaux)
- **Circulaire 2008/221 du 8 octobre 2008:** Sursis de paiement – Landsbanki Luxembourg S.A. et Glitnir Bank Luxembourg S.A. – à tous les établissements de crédit
- **Circulaire 2008/222 du 9 octobre 2008:** Sursis de paiement – Kaupthing Bank Luxembourg S.A. – à tous les établissements de crédit

4 PUBLICATIONS DE LA BCL

4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 1999/1, novembre 1999
- Bulletin BCL 1999/2, janvier 2000
- Bulletin BCL 2000/1, juin 2000
- Bulletin BCL 2000/2, septembre 2000
- Bulletin BCL 2000/3, décembre 2000
- Bulletin BCL 2001/1, juin 2001
- Bulletin BCL 2001/2, septembre 2001
- Bulletin BCL 2001/3, décembre 2001
- Bulletin BCL 2002/1, juin 2002
- Bulletin BCL 2002/2 Spécial : stabilité financière, septembre 2002
- Bulletin BCL 2002/3, septembre 2002
- Bulletin BCL 2002/4, décembre 2002
- Bulletin BCL 2003/1, juin 2003
- Bulletin BCL 2003/2, septembre 2003
- Bulletin BCL 2003/3, décembre 2003
- Bulletin BCL 2004/1 Spécial : stabilité financière, avril 2004
- Bulletin BCL 2004/2, juin 2004
- Bulletin BCL 2004/3, septembre 2004
- Bulletin BCL 2004/4, décembre 2004
- Bulletin BCL 2005/1, Spécial : stabilité financière, avril 2005
- Bulletin BCL 2005/2, septembre 2005
- Revue de stabilité financière, avril 2006
- Bulletin BCL 2006/1, septembre 2006
- Bulletin BCL 2006/2, décembre 2006
- Revue de stabilité financière, avril 2007
- Bulletin BCL 2007/1, septembre 2007
- Bulletin BCL 2007/2, décembre 2007
- Revue de stabilité financière, avril 2008
- Bulletin BCL 2008/1, septembre 2008
- Bulletin BCL 2008/2, décembre 2008

4.2 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Rapport Annuel 1998, avril 1999
- Rapport Annuel 1999, avril 2000
- Rapport Annuel 2000, avril 2001
- Annual Report 2000 – Summary, July 2001
- Rapport Annuel 2001, avril 2002
- Annual Report 2001 – Summary, June 2002
- Rapport Annuel 2002, avril 2003
- Annual Report 2002, June 2003
- Rapport Annuel 2003, avril 2004
- Annual Report 2003, May 2004
- Rapport Annuel 2004, juin 2005
- Annual Report 2004, July 2005
- Rapport Annuel 2005, juin 2006
- Annual Report 2005, August 2006

- 
- Rapport Annuel 2006, juin 2007
 - Annual Report 2006, August 2007
 - Rapport Annuel 2007, juin 2008
 - Annual Report 2007, August 2008

4.3 CAHIER D'ÉTUDES DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

- Working Paper N°1, April 2001
An assessment of the national labour market – On employment, unemployment and their link to the price level in Luxembourg, by Erik Walch
- Working Paper N°2, November 2001
Stock market valuation of old and new economy firms, by Patrick Lünemann
- Cahier d'études N°3, Mars 2002
Economies d'échelle, économies de diversification et efficacité productive des banques luxembourgeoises : une analyse comparative des frontières stochastiques sur données en panel, par Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N°4, June 2002
Potential output and the output gap in Luxembourg some alternative methods, by Paolo Guarda
- Working Paper N°5, October 2002
Monetary Transmission : Empirical Evidence from Luxembourg Firm-Level Data, by Patrick Lünemann and Thomas Mathä
- Working Paper N°6, January 2003
The sustainability of the private sector pension system from a long-term perspective : the case of Luxembourg, by Muriel Bouchet
- Working Paper N°7, February 2003
The analysis of risk and risk mitigation techniques in payment and securities settlement systems and the impact on central bank's oversight, by Simona Amati
- Working Paper N°8, April 2003
What to expect of the euro ? Analysing price differences of individual products in Luxembourg and its surrounding regions, by Thomas Y. Mathä
- Cahier d'études N°9, Octobre 2003
Règle de Taylor : estimation et interprétation pour la zone euro et pour le Luxembourg, par Patrick Lünemann et Abdelaziz Rouabah
- Cahier d'études N°10, Novembre 2003
Nouveaux instruments de paiement : une analyse du point de vue de la Banque centrale, par Li-Chun Yuan
- Cahier d'études N°11, June 2004
The New Keynesian Phillips curve : empirical results for Luxembourg, by Leva Rubene and Paolo Guarda
- Working Paper N°12, November 2004
Inflation Persistence in Luxembourg : a comparison with EU 15 countries at the disaggregate level

- Cahier d'études N°13, février 2005
Les déterminants du solde de la balance des transactions courantes au Luxembourg, par Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N°14, April 2005
Nominal rigidities and inflation persistence in Luxembourg : a comparison with EU 15 member countries with particular focus on services and regulated prices, by Patrick Lünemann and Thomas Y. Mathä
- Working Paper N°15, June 2005
Estimating the natural interest rate for the euro area and Luxembourg, by Ladislav Wintř, Paolo Guarda and Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N°16, October 2005
Cape Verde's exchange rate policy and its alternatives, by Romain Weber
- Working Paper N°17, November 2005
Consumer price behaviour in Luxembourg : evidence from micro CPI data, by Patrick Lünemann and Thomas Y. Mathä
- Cahier d'études N°18, janvier 2006
L'identité de Fischer et l'interaction entre l'inflation et la rentabilité des actions : l'importance des régimes sous-jacents aux marchés boursiers, by Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N°19, May 2006
New survey evidence on the pricing behavior of Luxembourg firms, by Patrick Lünemann and Thomas Y. Mathä
- Cahier d'études N°20, mai 2006
Peut-on parler de bulle sur le marché immobilier au Luxembourg ?, by Christophe Blot
- Cahier d'études N°21, mai 2006
La sensibilité de l'activité bancaire aux chocs maroéconomiques : une analyse en panel sur des données de banques luxembourgeoises, by Abdelaziz Rouabah
- Working Paper N°22, June 2006
Are Internet prices sticky ?, by Patrick Lünemann and Ladislav Wintř
- Working Paper N°23, July 2006
The transition from paying to funding : Application to the Luxembourg private sector pension system, by Muriel Bouchet
- Cahier d'études N°24, avril 2007
Mesure de la vulnérabilité du secteur bancaire luxembourgeois, par Abdelaziz Rouabah
- Cahier d'études N°25, avril 2007
Co-variation des taux de croissance sectoriels au Luxembourg : l'apport des corrélations conditionnelles dynamiques, par Abdelaziz Rouabah,
- Working Paper N°26, May 2007
Commuters, residents and job competition in Luxembourg, by Olivier Pierrard

- Working Paper N°27, June 2007
Banking output and price indicators from quarterly reporting data, by Abdelaziz Rouabah and Paolo Guarda
- Working Paper N°28, November 2007
An analysis of regional commuting flows in the European Union, by Jordan Marvakov and Thomas Y. Mathä
- Cahier d'études N°29, février 2008
Les taux d'intérêt des banques luxembourgeoises : une étude sur base agrégée et individuelle, par Yann Wicky
- Working Paper N°30, March 2008
Eurosystem Communication and Financial Market Expectations, by Patrick Luennemann and Dirk Mevis
- Working Paper N°31, March 2008
A Monthly Indicator of Economic Activity for Luxembourg, by Muriel Nguiffo-Boyom
- Working Paper N°32, March 2008
Search in the Product Market and the Real Business Cycle, by Thomas Y. Mathä and Olivier Pierrard
- Working Paper N° 33, July 2008
Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation, by Gergory de Walque, Olivier Pierrard, Henri Sneessens and Raf Wouters
- Working Paper N° 34, September 2008
Regional Mc Parity : do common pricing points reduce deviations from the law of one price?
by Thomas Y. Mathä
- Working Paper N° 35, October 2008
Financial (in)stability, supervision and liquidity injections : a dynamic general equilibrium approach,
by Gregory de Walque, Olivier Pierrard, Abdelaziz Rouabah

4.4 BROCHURES DE LA BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

- "The Banque centrale du Luxembourg in the European System of Central Banks",
by Michael Palmer, May 2001
- "In Memoriam Pierre Werner, 1913 – 2002. Un hommage", by Michael Palmer, August 2002
- Brochure de présentation « Banque centrale du Luxembourg »
(en français, en anglais et en allemand), juin 2003
- « Chronique de l'immeuble Monterey », par René Link, janvier 2007
- « Exposition Monnaies grecques - Monnaies celttes », janvier 2007
- 1998-2008 - Emergence d'une banque centrale au Luxembourg
(brochure publiée à l'occasion du 10^e anniversaire de la BCL), juin 2008
- Brochure des produits numismatiques de la Banque centrale du Luxembourg, édition 2009

4.5 MATÉRIEL D'INFORMATION DE LA BCL SUR L'EURO



5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE www.ecb.int

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site www.ecb.int

5.1 RAPPORT ANNUEL DE LA BCE / ECB ANNUAL REPORT

- Rapport Annuel 2007 / *Annual Report 2007, April 2008*

Les Rapports annuels de la BCE (disponibles en français, anglais et allemand) sont diffusés gratuitement aux abonnés des publications de la BCL.

The ECB Annual Reports (available in French, English and German) are distributed free of charge to the subscribers of the BCL publications.

5.2 BULLETIN MENSUEL DE LA BCE / ECB MONTHLY BULLETIN

Articles parus depuis 2009 / Articles published from 2009 onwards :

- "Housing wealth and private consumption in the euro area", January 2009.
- "Foreign asset accumulation by authorities in emerging markets", January 2009.
- "New survey evidence on wage setting in Europe", February 2009.
- "Assessing global trends in protectionism", February 2009.

La version anglaise du Bulletin mensuel de la BCE est diffusée gratuitement aux abonnés des publications de la BCL.

The English version of the ECB Monthly Bulletin is distributed free of charge to the subscribers of the BCL publications.

5.3 ETUDES AD HOC / OCCASIONAL PAPER SERIES

Depuis 2009 / from 2009 onwards :

- "Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use" by the Eurosystem Household Finance and Consumption Network, January 2009.

5.4 ETUDES / WORKING PAPER SERIES

La liste exhaustive des articles est disponible sur le site de la BCE, www.ecb.int.

A complete list of articles published is available on the ECB website, www.ecb.int.



5.5 BROCHURES D'INFORMATION / INFORMATION BROCHURES

- "The European Central Bank - History, role and functions", 2007
- "How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins", 2007
- "A single currency: an integrated market infrastructure", September 2007.
- "The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks", 2nd edition, May 2008.
- "Price Stability – why is it important for you?", June 2008.
- "A single currency – an integrated market infrastructure", September 2008.

COMMANDE / ORDER


BCE/ ECB
Postfach 160319
D-60066 Frankfurt am Main
<http://www.ecb.int>

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS / LIST OF ABBREVIATIONS

ABBL	Association des Banques et Banquiers, Luxembourg	CSSF	Commission de surveillance du secteur financier
AFN	Avoirs financiers nets	DTS	Droits de tirage spéciaux
AGDL	Association pour la garantie des dépôts, Luxembourg	ECB	European Central Bank
BCE	Banque centrale européenne	ECG	Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds
BCL	Banque centrale du Luxembourg	EIB	European Investment Bank
BCN	banque(s) centrale(s) nationale(s)	EMI	European Monetary Institute (1994-1998)
BEI	Banque européenne d'investissement	EMS	European Monetary System
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement	EMU	Economic and Monetary Union
BIS	Bank for International Settlements	ESCB	European System of Central Banks
BNB	Banque Nationale de Belgique	EU	European Union
BRI	Banque des règlements internationaux	EUR	euro
CAIL	Commission chargée d'étudier l'amélioration de l'infrastructure législative de la place financière de Luxembourg	EUROSTAT	Office statistique des Communautés européennes
CCBM	Correspondent central banking model	FBCF	Formation brute de capital fixe
CEC	Centre d'échange d'opérations à compenser du système financier belge	FCP	Fonds commun de placement
CETREL	Centre de transferts électroniques Luxembourg	FDC	Fleur de coin
CPI	Consumer Price Index	FMI	Fonds monétaire international
		GAFI	Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux
		GDP	Gross domestic product
		HICP	Harmonised Index of Consumer Prices



IADB	Inter American Development Bank	OLS	Ordinary least squares
IBLC	Institut belgo-luxembourgeois du change	OPC	Organisme de placement collectif
IGF	Inspection générale des finances	OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
IFM	Institution financière monétaire	OPEP	Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole
IME	Institut monétaire européen (1994-1998)	PIB	Produit intérieur brut
IMF	International Monetary Fund	PSC	Pacte de stabilité et de croissance
IML	Institut Monétaire Luxembourgeois (1983-1998)	PSF	Autres professionnels du secteur financier
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions	RTGS system	Real-Time Gross Settlement system
IPC	Indice des prix à la consommation	Système RBTR	Système de règlement brut en temps réel
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé	RTGS-L GIE	Groupement d'intérêt économique pour le règlement brut en temps réel d'ordres de paiement au Luxembourg
LIPS-Gross	Luxembourg Interbank Payment System – Gross Settlement System	SDR	Special Drawing Rights
LIPS-Net	Luxembourg Interbank Payment System – Net Settlement System	SEBC	Système européen de banques centrales
MBCC	Modèle de banque centrale correspondante	SEC	Système européen de comptes
MFI	Monetary Financial Institution	SICAF	Société d'investissement à capital fixe
NCB	National central bank	SICAV	Société d'investissement à capital variable
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques	SME	Système monétaire européen
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development	SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c.
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs		



SYPAL GIE	Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg	UCM	Union des caisses de maladie
TARGET system	Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system	UE	Union européenne
Système Target	Transfert express automatisé transeuropéen à règlement brut en temps réel	UE15	Etats membres de l'Union européen avant le 1 ^{er} mai 2004
TCE	Traité instituant la Communauté européenne	UEBL	Union économique belgo-luxembourgeoise
UCI	Undertaking for Collective Investments	UEM	Union économique et monétaire
UCITS	Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities	USD	Dollar des Etats-Unis d'Amérique
		VNI	Valeur nette d'inventaire





BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg

Téléphone: +352 4774-1
Télécopie: +352 4774-4910

www.bcl.lu • sg@bcl.lu