

## BULLETIN 2001/2



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG



# SOMMAIRE

---

<b>1</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE</b>	<b>10</b>
<b>1.1</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO</b>	<b>12</b>
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	12
1.1.2	Les rendements des titres publics à long terme	12
1.1.3	Les marchés boursiers	13
1.1.4	Le taux de change de l'euro	15
1.1.5	L'évolution des prix et des coûts	15
1.1.5.1	Prix à la consommation	15
1.1.5.2	Prix à la production industrielle	17
1.1.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	17
1.1.7	Le commerce extérieur	19
1.1.8	La balance des paiements	20
<b>1.2</b>	<b>LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG</b>	<b>23</b>
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	23
1.2.1.1	Prix à la consommation	23
1.2.1.2	Prix à la production industrielle et construction	25
1.2.2	Industrie	26
1.2.3	Construction	27
1.2.4	Commerce	27
1.2.5	Marché du travail	28
1.2.6	Le secteur financier	32
1.2.6.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	32
1.2.6.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	32
1.2.6.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	32
1.2.6.4	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	35
1.2.6.5	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	36
1.2.7	Le commerce extérieur	37
1.2.8	La balance des paiements courants	38
1.2.9	Perspectives d'avenir de l'économie luxembourgeoise en 2001	40
1.2.10	Les finances publiques	41

<b>2.1</b>	<b>STOCKMARKET VALUATION OF OLD AND NEW ECONOMY FIRMS (L'ÉVALUATION D' ACTIONS DE LA NOUVELLE ET DE L' ANCIENNE ÉCONOMIE)</b>	<b>46</b>
2.1.1	Central banks and stock markets	46
2.1.2	The particularities of new economy firms	47
2.1.3	The pattern of stock market evolution from 1997 to 2001	48
2.1.3.1	The evolution of composite indices	48
2.1.3.2	The evolution of sub-indices	48
2.1.3.3	Cross-atlantic correlation: the industrial and the telecom sector	49
2.1.3.4	Stock market valuation: data from selected companies	49
2.1.4	The primary market	50
2.1.5	Price earnings ratios	50
2.1.5.1	On the sensitivity of high growth stocks to growth expectations and inflation	51
2.1.6	Did investor preferences change?	51
2.1.7	Stock prices and fundamentals	52
<b>2.2</b>	<b>LA PROTECTION DES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT-TITRES. ANALYSE DE LA DIRECTIVE 98/26/CE ET DE SA TRANSPOSITION EN DROIT LUXEMBOURGEOIS</b>	<b>53</b>
2.2.1	Enjeux	53
2.2.2	Champ d'application	54
2.2.2.1	Champ d'application ratione materiæ	54
2.2.2.2	Champ d'application ratione personæ	58
2.2.2.3	Champ d'application ratione loci	58
2.2.3	Les dispositions de droit matériel	59
2.2.3.1	Validité de la compensation et des ordres de transfert	59
2.2.3.2	Irrévocabilité des ordres de transfert	62
2.2.3.3	Non-rétroactivité d'une procédure d'insolvabilité	63
2.2.3.4	Maintien des garanties en cas de procédure d'insolvabilité	63
2.2.3.5	Insaisissabilité des comptes de règlement	65
2.2.4	Les règles de conflit de lois	65
2.2.4.1	La primauté de la loi du système	65
2.2.4.2	Maintien des garanties en cas de procédure d'insolvabilité	66
2.2.4.3	Détermination de la loi applicable aux droits sur les titres	66

<b>4.1</b>	<b>CAMPAGNE D'INFORMATION EURO 2002 RELATIVE À L'INTRODUCTION DES BILLETS ET PIÈGES EN EUROS</b>	<b>124</b>
4.1.1	Allocution de Yves Mersch, Président de la Banque centrale du Luxembourg, lors de la Conférence Campagne d'Information Euro 2002 à Luxembourg, le 3 juillet 2001	132
4.1.2	<i>l'EURO. NOTRE monnaie</i> . Intervention de Christian Noyer, Vice-président de la Banque centrale européenne, lors de la Conférence Campagne d'Information Euro 2002 à Luxembourg, le 3 juillet 2001	134
4.1.3	COMMUNIQUE DE PRESSE	138
<b>4.2</b>	<b>LISTE DES CIRCULAIRES DE LA BCL</b>	<b>139</b>
<b>4.3</b>	<b>PUBLICATIONS DE LA BCL</b>	<b>140</b>
<b>4.4</b>	<b>PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)</b>	<b>141</b>
<b>4.5</b>	<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS</b>	<b>143</b>



## EDITORIAL

La décélération de la croissance du PIB a continué au cours du premier semestre de l'année 2001 et s'est intensifiée quelque peu au printemps en raison de la détérioration de l'environnement international. Les récentes attaques terroristes aux Etats-Unis ont certes accru les incertitudes relatives aux perspectives à court terme de croissance économique dans la zone euro. Cependant, en raison de la solidité des fondamentaux, la diminution de la croissance économique au sein de la zone euro devrait être de courte durée.

Le rythme de progression annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est accéléré au cours des cinq premiers mois de l'année en cours avant de revenir en juin et juillet 2001 à respectivement 3,0% et 2,8%.

Le ralentissement conjoncturel en Europe n'a pas épargné le Luxembourg et, comme en témoignent les résultats d'avril et de mai, l'industrie a fort probablement connu une baisse de sa production en termes de variation annuelle. Les enquêtes de conjoncture ne laissent aucun doute au sujet de l'affaiblissement de l'activité économique. En revanche, le secteur de la construction et le commerce devraient mieux résister au ralentissement international. Pour ce qui est des autres secteurs, le secteur financier a certes connu un premier trimestre difficile, mais il a retrouvé le chemin de la croissance au deuxième trimestre. Son évolution future sera influencée par le climat général des affaires sur les marchés financiers, et le secteur pourrait profiter d'une baisse de l'incertitude et du retour de la confiance des investisseurs.

En somme, le Luxembourg n'est pas à l'abri d'un ralentissement de la croissance économique, mais les signes actuels pointent vers un scénario de croissance, bien qu'à rythme ralenti, en raison d'une demande interne soutenue.

Le rythme annuel de progression de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) luxembourgeois, s'est ralenti au début de l'année 2001, pour se stabiliser à un niveau relativement élevé, à savoir, à des valeurs avoisinant 3%. Le fléchissement du rythme de la hausse des prix à la consommation au début de l'année 2001 est surtout lié à l'évolution favorable des prix des produits pétroliers. En revanche, l'inflation sous-jacente a poursuivi sa hausse au cours des sept premiers mois de l'année 2001 pour atteindre 3,1% en juillet 2001 en raison de l'impact de la hausse des coûts salariaux, des répercussions indirectes des hausses antérieures des cours du pétrole sur les prix des autres biens et services ainsi que des conséquences des crises alimentaires.

Lors des mois prochains, le problème de l'inflation devrait s'apaiser dans une certaine mesure au Luxembourg. En effet, l'inflation globale, en termes de variation annuelle, a probablement atteint son maximum au deuxième trimestre de l'année en cours. Elle devrait dès lors, grâce à l'effet bénéfique de la baisse des prix de l'énergie, régresser sur l'horizon de prévision. Une nouvelle tranche d'indexation automatique des salaires ne serait dès lors payable que pour la fin du deuxième trimestre de l'année prochaine.

Le présent Bulletin contient deux analyses, l'une sur **l'évaluation d'actions de la nouvelle et de l'ancienne économie**, alors que la seconde traite de **la protection des systèmes de paiement et de règlement-titres**.

La première analyse précise que même si le marché d'actions ne fait pas partie intégrante de la stratégie de la politique monétaire de la plupart des banques centrales, il est néanmoins indispensable à ces dernières de

cerner les divers impacts de la bourse sur l'inflation, l'économie réelle, les taux de change ainsi que le système financier. Depuis l'émergence de la nouvelle économie, les marchés des valeurs enregistraient des hauteurs inédites. Les entreprises de haute technologie occupaient le devant de la scène et amenaient de nombreux observateurs à redouter l'apparition d'une bulle spéculative.

L'étude présente une définition opérationnelle d'une entreprise de la nouvelle économie et illustre l'évolution des prix des valeurs boursières sous l'aspect particulier de l'évaluation des actions de la nouvelle économie. Elle met en évidence les analogies ainsi que les différences au niveau du rendement et du risque des actions de la nouvelle et de l'ancienne économie. Cette contribution étudie également la question de savoir si la structure des préférences de risque parmi les investisseurs a été sujette à modifications au cours de ces dernières années et, finalement, sonde la relation entre les revenus sur actions et les facteurs économiques les plus importants.

La seconde analyse a pour objet la directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 19 mai 1998 concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres ainsi que sa transposition en droit luxembourgeois.

Ce Bulletin comporte également les discours ainsi que le communiqué de presse diffusés lors de la **Conférence Campagne d'Information Euro 2002** à Luxembourg, le 3 juillet 2001. L'allocution de Monsieur Yves Mersch, Président de la Banque centrale du Luxembourg, portait essentiellement sur la préparation logistique de l'introduction de l'euro fiduciaire et l'information du public. L'intervention de Monsieur Christian Noyer, Vice-président de la Banque centrale européenne, annonçait le lancement d'une campagne de communication sous le slogan «*l'Euro. NOTRE monnaie*».

Toutes les informations concernant la BCL, l'organisation, les publications, les statistiques, l'euro, les billets et pièces, et autres peuvent aussi être consultées depuis le site Internet de la BCL [www.bcl.lu](http://www.bcl.lu) qui est relié au site de la BCE [www.ecb.int](http://www.ecb.int).



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](mailto:sg@bcl.lu)

***La date d'arrêt des statistiques figurant dans ce Bulletin est le 24 août 2001.***